



**CEPII**

**CENTRE  
D'ÉTUDES PROSPECTIVES  
ET D'INFORMATIONS  
INTERNATIONALES**

N°2012 – 29  
Octobre

DOCUMENT DE TRAVAIL

## **Les dessous de la dette publique japonaise**

---

Evelyne Douville-Feer

## TABLE DES MATIERES

### Sommaire

Non-technical summary .....	4
Abstract .....	5
Résumé non technique .....	6
Résumé court.....	7
Introduction .....	8
1. Les causes de la montée de l'endettement public .....	10
1.1. Le rôle croissant de l'administration centrale dans l'endettement.....	10
1.2. Les causes de l'endettement public massif.....	12
1.2.1. Des niveaux de dépenses modérés.....	13
1.2.2. La baisse des recettes fiscales dans un contexte de croissance nominale atone .....	16
1.2.3. L'allègement de la fiscalité directe .....	17
1.3. Un niveau de pression fiscale faible au plan international .....	21
1.4. Des prélèvements obligatoires modestes .....	23
2. Le caractère « atypique » de la dette publique japonaise.....	24
2.1. Le niveau record de la dette publique japonaise .....	25
2.2. Une bonne qualité de notation début 2012 .....	28
2.2.1. Une excellente solvabilité.....	28
2.2.2. Des possibilités de spéculation très limitées.....	29
2.2.3. Des investisseurs prudents et optimistes.....	30
2.3. Les effets attendus du fort endettement public japonais.....	32
2.3.1. Une augmentation de la dette sans inflation ni déficit de la balance commerciale .....	32
2.3.2. L'effet de substitution de la dette publique à la dette privée .....	33
Conclusion.....	37
Bibliographie.....	39
Annexe 1 : Vieillesse de la population au Japon et sécurité sociale.....	42
Annexe 2 : Le système budgétaire et les dépenses du FILP* au Japon .....	44
Annexe 3 : Taux de croissance du PIB réel et nominal au Japon (1981-2011) .....	46
Annexe 4 : Taux d'imposition sur les revenus (1950 à 2010) .....	48
Annexe 5 : Richesse nette du secteur privé au Japon en 2008 et 2009 .....	50
Annexe 6: Taux d'intérêt des JGB .....	51
Annexe 7 : Evolution du yen : taux de change yen / \$ et taux de change effectif réel .....	52

Annexe 8 : Attitude des institutions financières pour l’octroi de crédits aux entreprises .....	53
Annexe 9 : Evolution de l’indice des prix des terrains et de l’indice Nikkei.....	54
Liste des documents de travail du CEPII .....	55



## What is in the backstage of the Japanese public debt?

Evelyne Dourille-Feer

### NON-TECHNICAL SUMMARY

While governments in the euro area have implemented unprecedented fiscal austerity plans to meet the market concerns, the Japanese one has been able to maintain a high level of public spending from 2008 to 2012 despite a ratio of gross government debt to GDP much higher than that of Greece, Italy or the United States. This study analyzes the causes of the debt rise. The second section discusses the "atypical" features of Japan's public debt and their explanatory factors.

A first question concerns the origin of the huge public debt of Japan. It appears that the central government has generated the most significant imbalances in public finances in spite of the growing weight of local governments, both in terms of revenue and expenditure. However, no soaring budgetary expenditures have been registered. Similarly, the weight of public expenditure in GDP has remained well below that recorded in European countries. The rise in public debt rather comes from tax revenue, which has slowed in the 1980s and shrunk between 1992 and 2009. The decline in tax revenue is not only related to economic crisis, but also to relief measures on direct taxation.

Japan's public debt has several characteristics. First, its level is very high because the ratio of public debt to GDP is more than twice that of the average of the OECD countries in 2010. Second, the rapid rise of Japanese public debt is an old phenomenon dating back to the 1990s and not to the 2008-2009 crisis, as is the case in many European countries and the United States. Another specific feature is that the sovereign debt rating of Japan has remained good despite its high level. Several factors explain this situation. The Japanese economy, which has a large stock of domestic savings, continues to record surpluses in the current account. Then, almost exclusive possession of the public debt by residents explains the stability and low cost of the funding of the public debt.

The effects of Japanese sovereign debt on the evolution of interest rates, prices or savings did not follow the logic of classical explanatory frameworks because public expenditure have played a stabilizing role in the economy which has contributed to offset the deleveraging of the private sector.

**ABSTRACT**

This study first analyzes the mechanisms that explain the rise of public debt by addressing the issue of the respective roles played by central and local government and that of its structural causes. The second section discusses the "atypical" features of Japan's public debt compared to European or American sovereign debt. Finally, the paper stresses what lessons can be learned from the Japanese experience.

*JEL Classification:* H50, H6, H71, E01, E5, E62.

*Key Words:* Public debt, Japan



## Les dessous de la dette publique japonaise

Evelyne Dourille-Feer

### RESUME NON TECHNIQUE

Alors que les pays de la zone euro ont mis en place des plans d'austérité budgétaire sans précédent pour répondre aux inquiétudes des marchés, le Japon a pu maintenir un haut niveau de dépenses publiques de 2008 à 2012 malgré un ratio de dette publique brute sur PIB très supérieur à celui de la Grèce, de l'Italie ou des Etats-Unis. Dans la première partie de cette étude, nous analysons l'origine et les causes de la montée de cet endettement. La seconde partie aborde les caractéristiques « atypiques » de la dette publique japonaise ainsi que leurs facteurs explicatifs.

Une première question concerne l'origine de l'endettement public massif du Japon. Il apparaît que l'Etat a généré les plus importants déséquilibres dans les finances publiques en dépit du poids croissant et central des collectivités locales, tant au niveau des recettes que des dépenses. Pourtant, on n'a pas assisté à une explosion des dépenses budgétaires nippones. De même, le poids des dépenses publiques dans le PIB demeure très inférieur à celui enregistré dans les pays européens. La montée de l'endettement public provient surtout des recettes fiscales, qui ont ralenti dès les années 1980 pour se contracter entre 1992 et 2009. La baisse des rentrées fiscales n'est pas seulement liée aux crises économiques, mais également aux mesures d'allègement sur la fiscalité directe.

La dette publique japonaise possède plusieurs caractéristiques. Tout d'abord, son niveau est très élevé puisque le ratio de dette publique sur le PIB est supérieur au double de celui de la moyenne des pays de l'OCDE en 2010. Ensuite, la montée rapide de l'endettement public nippon remonte aux années 1990 et non à la crise de 2008-2009 comme c'est le cas pour de nombreux pays européens et pour les Etats-Unis. Autre trait spécifique : la notation de la dette japonaise est demeurée de bonne qualité en dépit de son haut niveau. Plusieurs facteurs expliquent cette situation. Tout d'abord, l'économie japonaise, qui dispose d'un stock important d'épargne domestique, continue d'enregistrer des excédents de la balance courante. Ensuite, la détention presque exclusive de la dette publique par les résidents explique la stabilité et le faible coût de son financement.

Les effets de la dette souveraine japonaise sur l'évolution des taux d'intérêt, des prix ou de l'épargne n'ont pas suivi la logique des cadres explicatifs classiques car les dépenses publiques ont joué un rôle stabilisateur sur l'économie en compensant le mouvement de désendettement du secteur privé.

**RESUME COURT**

Cette étude commence par analyser les mécanismes explicatifs de la montée inexorable de la dette publique en abordant la question du rôle respectif joué par les différentes administrations publiques et celle de ses causes structurelles. La seconde partie aborde les caractéristiques « atypiques » de la dette publique japonaise comparativement aux dettes européennes ou américaine. En conclusion, des leçons sont tirées de l'expérience japonaise.

*Classification JEL* : H50, H6, H71, E01, E5, E62.

*Mots clefs* : Dette publique, Japon.

## LES DESSOUS DE LA DETTE PUBLIQUE JAPONAISE

Evelyne Dourille-Feer\*

## INTRODUCTION

La perte du « triple A »<sup>1</sup> par la dette souveraine américaine le 5 août 2011 est survenue au moment où la crise des dettes publiques s'étendait en Europe. Le coup d'envoi des dégradations des notations souveraines européennes avait été donné fin décembre 2009 en Grèce. Après la dégradation de l'Irlande en août 2010, le cercle vicieux de la contagion s'est enclenché en 2011 : Grèce -à nouveau- en mai, Portugal en juillet, Italie en septembre, Espagne en octobre et Belgique en décembre. En novembre, le triple A de la France était mis sous surveillance et l'Allemagne elle-même paraissait entrer dans une zone à risque. En bref, aucun pays de la zone euro ne semblait plus à l'abri d'une dégradation de sa notation souveraine. D'ailleurs, le 13 janvier 2012, la France et l'Autriche ont perdu leur triple A (Standard & Poors) alors que sept autres pays de la zone euro étaient à nouveau dégradés. De surcroît, les pressions à l'augmentation des taux d'intérêt sur les obligations publiques dans un nombre croissant de pays en Europe ont contraint le Fonds Européen de Stabilité Financière et la BCE à intervenir pour tenter de stabiliser la zone euro et calmer les marchés, sans y parvenir de façon durable.

Alors que les gouvernements de la zone euro mettent en place simultanément des plans d'austérité budgétaire sans précédent pour répondre aux injonctions ou aux inquiétudes des marchés, celui du Japon a pu maintenir le cap d'un haut niveau de dépenses publiques malgré un ratio de dette publique brute sur PIB de 200% en 2010, excédant très nettement celui de la Grèce (149%), de l'Italie (126%) ou des Etats-Unis (94%) (OCDE, 2011). De surcroît, aucune attaque spéculative d'envergure n'a été observée sur la dette ou sur la monnaie nippone et la notation de la dette à long terme, même si elle ne bénéficie plus du triple A depuis février 2001, est demeurée de bonne qualité (AA- pour S&P, Aa3 pour Moody's<sup>2</sup>).

Cette étude a pour but d'expliquer comment et pourquoi le Japon a accumulé une dette publique colossale sans s'enfoncer dans la situation de crise à l'œuvre en Europe. La

---

\*Economiste au CEPII.

<sup>1</sup> AAA attribué par l'agence de notation Standard & Poor's. En octobre 2012, le Japon était encore noté AA- par S&P mais A+ par Fitch (depuis mai 2012).

<sup>2</sup> Moody's a abaissé la note du Japon de Aa2 à Aa3 le 24 août 2011.

<sup>2</sup> Moody's a abaissé la note du Japon de Aa2 à Aa3 le 24 août 2011.



focalisation de la littérature économique sur les politiques budgétaires keynésiennes nippones des années 1990 occulte quelque peu le fait que le dogme de l'équilibre budgétaire a marqué la gouvernance de la dette publique japonaise des années 50 jusqu'au premier choc pétrolier. Par la suite, même si les autorités ont recouru systématiquement à des politiques de relance budgétaire lors de violents chocs externes ou domestiques sur l'économie, elles n'en ont pas été laxistes pour autant au vu des politiques récurrentes d'assainissement appliquées dès les premiers signes d'embellie de la croissance, parfois même trop précocement comme en 1997. En dépit de leur recours actif aux instruments de politique budgétaire et monétaire, les autorités ne sont pas parvenues à pérenniser les mouvements de réduction des déficits publics et de reprise économique pour stabiliser la dette publique.

Afin de retracer les causes de la montée des déficits publics, nous avons commencé par identifier quelle administration centrale ou locale jouait le rôle le plus important dans la montée de l'endettement public. Il apparaît que l'administration centrale, malgré son poids nettement plus faible dans les finances publiques que les administrations locales, y tient une place prépondérante. Ensuite, nous nous sommes posé la question du rôle respectif de l'évolution des dépenses et des recettes dans la formation des déficits publics. Une comparaison internationale des ratios de dépenses publiques sur PIB entre 1994 et 2011 montre que le ratio japonais est demeuré nettement inférieur à celui de la zone euro et très proche de celui des Etats-Unis, hormis entre 1998 et 2002. De surcroît, le rythme de croissance des dépenses budgétaires japonaises a subi un net fléchissement à partir du début des années 1980. Parallèlement à une hausse moyenne modérée des dépenses, on a assisté à un affaïssement des recettes entre les périodes 1965-1979 et 1980-1991 et à un véritable effondrement sur la période 1992-2009. La baisse des rentrées fiscales est en partie liée au ralentissement du rythme de croissance économique liée aux différentes crises, toutefois les mesures d'allègement de la fiscalité sur les revenus des particuliers et des sociétés y ont aussi contribué.

La dette publique japonaise possède plusieurs caractéristiques. Tout d'abord, son niveau est très élevé puisque le ratio de dette publique sur le PIB est supérieur au double de celui de la moyenne des pays de l'OCDE en 2010. Ensuite, la montée rapide de l'endettement public nippon est un phénomène ancien qui remonte aux années 1990 et non à la crise de 2008-2009 comme c'est le cas pour de nombreux pays européens et pour les Etats-Unis. Autre trait spécifique : la notation de la dette japonaise est demeurée de bonne qualité en dépit de son haut niveau. Notre étude montre que plusieurs facteurs sont à l'origine de cette situation. Tout

d'abord, la solvabilité de la dette japonaise est garantie par un stock important d'épargne domestique. Ensuite, sa détention presque exclusive par les résidents explique la stabilité et le faible coût de son financement. Dans le futur, elle dépendra néanmoins de la confiance des investisseurs et de leur capacité d'épargne. Enfin, dans le cas de l'économie japonaise durant la crise des années 1990, il apparaît que la demande publique s'est substituée à la demande privée, permettant ainsi de maintenir un certain niveau agrégé de demande dans l'économie.

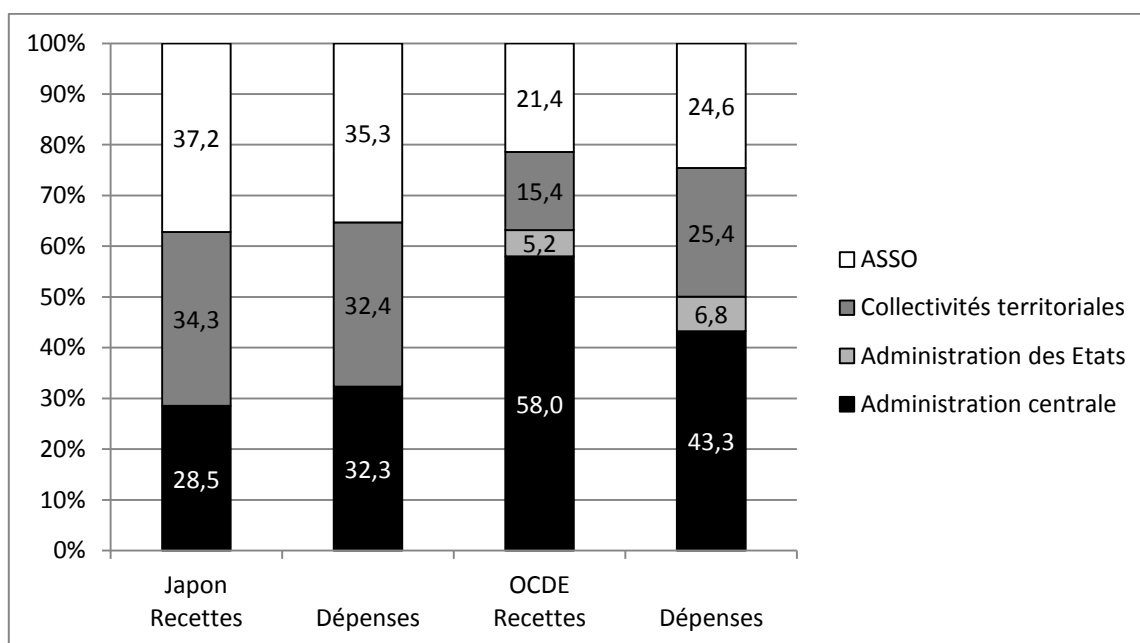
Cette étude est structurée en deux parties. Dans la première partie, nous analysons les origines et les causes de la montée de la dette publique, notamment sous l'angle de l'évolution des dépenses publiques et des recettes fiscales. La seconde partie aborde la question des caractéristiques « atypiques » de la dette publique japonaise ainsi que leurs facteurs explicatifs. La conclusion esquisse les leçons à tirer de l'expérience japonaise.

## **1. LES CAUSES DE LA MONTEE DE L'ENDETTEMENT PUBLIC**

Selon les statistiques de l'OCDE, la dette publique brute japonaise a dépassé 100% du PIB en 1997, 200% en 2011 et pourrait atteindre 214% du PIB en 2012. La première question qui se pose est celle de l'origine de l'endettement, qui peut provenir surtout de l'administration centrale ou des collectivités territoriales. Selon l'origine majoritaire de l'endettement, l'analyse se concentrera plus particulièrement sur le budget de l'Etat central ou sur le budget des collectivités territoriales. Ensuite, les déficits peuvent provenir de dépenses excessives ou de recettes défailtantes ou des deux causes combinées. Au sein des dépenses publiques, les postes à forte progression seront dégagés afin d'examiner si ceux-ci sont ou non compressibles. De même, du côté des recettes publiques, les politiques fiscales jouent un rôle central dont l'évolution sera analysée au niveau global et au niveau des différents types d'impôts et taxes. Une comparaison des niveaux d'impôts et taxes nippons avec ceux des grands pays industrialisés permettra de cerner les marges de manœuvre possibles pour les autorités japonaises.

### **1.1. Le rôle croissant de l'administration centrale dans l'endettement**

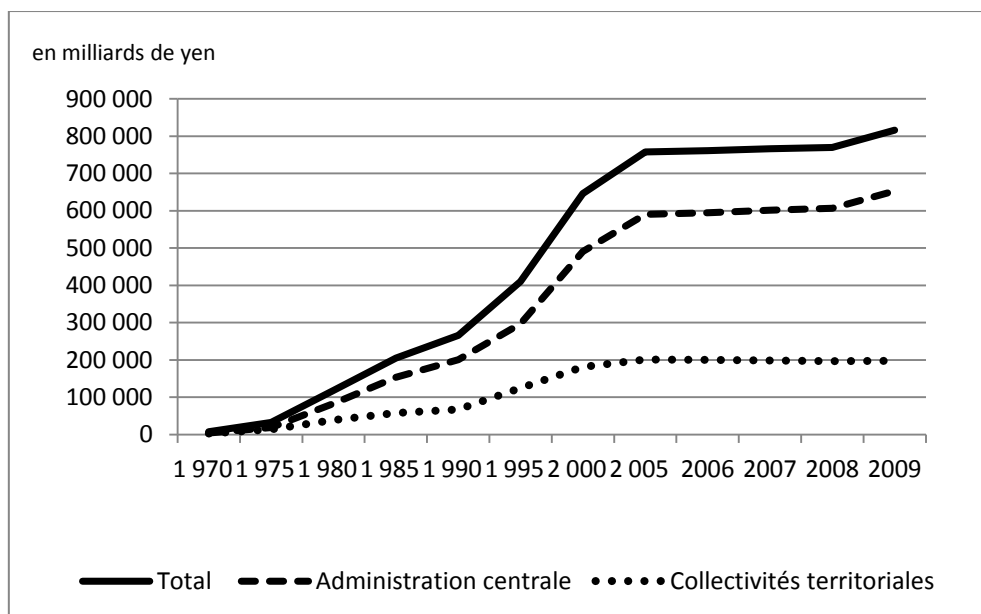
Comparativement à la moyenne de l'OCDE, les collectivités territoriales jouent un rôle particulièrement important dans les finances publiques au Japon. En 2007, leur poids dans la structure des recettes et des dépenses publiques était plus élevé que celui de l'administration centrale, contrairement à ce qui était observé dans la moyenne des pays de l'OCDE (graphique 1).

**Graphique 1 : Structure des recettes et dépenses par administration publique en 2007**

Source : OCDE. ASSO : dépenses des administrations de sécurité sociale. Dépenses et recettes publiques consolidées.

Le poids de la sécurité sociale dans les recettes et les dépenses publiques japonaises est également bien supérieur à celui de la moyenne des pays de l'OCDE à cause du profil démographique de ce pays (annexe 1). Bien que l'assurance maladie, les soins à long terme et les pensions de retraites publiques soient en principe financés par les cotisations, l'écart se creuse de plus en plus entre les prestations sociales (notamment maladie, soins longue durée et pensions) et les recettes de cotisations sociales qui stagnent depuis la fin des années 1990. L'Etat et les collectivités territoriales doivent donc utiliser les revenus fiscaux pour couvrir la différence (Ministry of Finance, 2011).

Malgré l'importance croissante des collectivités territoriales dans les finances publiques, leur part dans le stock total de dette publique est passée d'environ 40% au début des années 1970 à 25% au début des années 1990. Après un pic de plus de 30% en 1996, leur poids dans la dette publique s'est à nouveau contracté pour passer sous la barre des 25% en 2009 sous le double effet de l'assainissement de leurs finances et de l'accélération des dépenses de l'administration centrale (graphique 2).

**Graphique 2 : Evolution du stock de dette publique par poste de 1970 à 2009**

Source : ministère des Finances. *Années fiscales, dette totale consolidée, dette de l'administration centrale et des collectivités territoriales non consolidées (y compris duplications entre comptes des administrations).*

Comme l'administration centrale joue un rôle clef dans la dette publique japonaise (plus de trois quarts du stock), dans les transferts et subventions aux collectivités territoriales et tient une place importante dans la gestion des dépenses de sécurité sociale<sup>3</sup>, l'analyse se concentrera plus particulièrement sur cette administration. Par ailleurs, parmi les trois budgets gérés par l'administration centrale -compte général, comptes spéciaux et budget des agences spéciales affiliées-, l'évolution du budget du compte général sera l'objet d'analyses spécifiques compte tenu de son rôle clef dans les politiques publiques et de son poids dans les déficits publics (annexe 2).

## 1.2. Les causes de l'endettement public massif

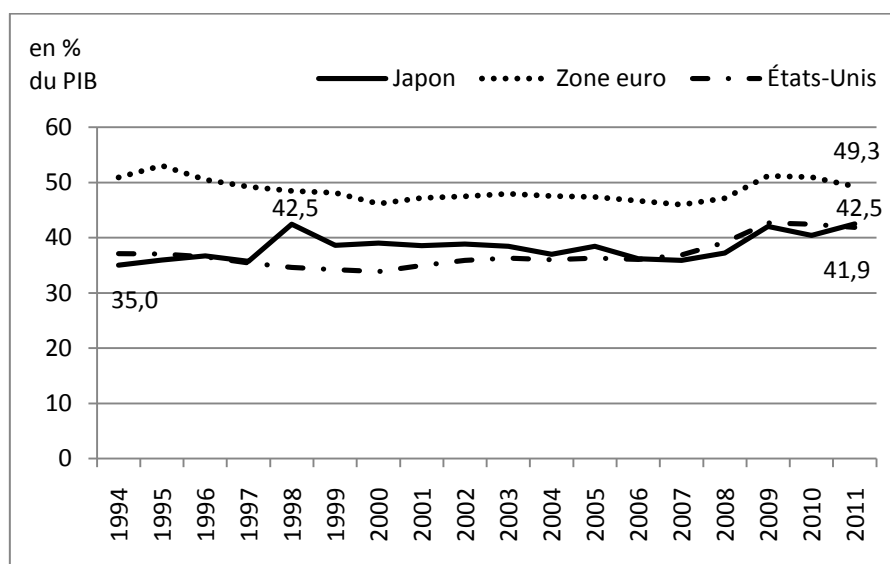
L'endettement public du Japon résulte des déficits cumulés des budgets des différentes administrations et, principalement, de l'administration centrale. Ces déficits, issus de dépenses durablement supérieures aux recettes, ont-ils pour origine l'augmentation très rapide et incontrôlée des dépenses ou plutôt l'affaiblissement des recettes ?

<sup>3</sup> La gestion des pensions de retraite est réalisée au niveau des comptes spéciaux, annexe 10.

### 1.2.1. Des niveaux de dépenses modérés

L'accumulation rapide de l'endettement public nippon a commencé au cours des années 1990, alors que l'Etat tentait de stabiliser l'économie grâce à de multiples plans de relance. Cette politique de relance keynésienne a été appliquée à nouveau pendant la crise de 2008-2009, à l'instar de nombreux autres pays, puis les budgets supplémentaires de soutien à la reconstruction et à l'économie se sont succédé depuis la triple catastrophe du 11 mars 2011. Pourtant, la comparaison de l'évolution du ratio des dépenses publiques rapportées au PIB de 1994 à 2011 entre le Japon, la zone euro et les Etats-Unis fait apparaître que le ratio japonais est resté beaucoup plus faible que celui des pays de la zone euro sur l'ensemble de la période et relativement proche de celui des Etats-Unis, à l'exception de la période 1998-2003 où il a été nettement supérieur à ce dernier (graphique 3).

**Graphique 3 : Evolution des dépenses publiques au Japon, aux Etats-Unis et dans la zone euro (1994-2011)**



Source : OCDE, base de données *Perspectives économiques* n°90, décembre 2011. Estimations pour l'année 2011.

Par ailleurs, le niveau relatif des dépenses publiques nippones a été légèrement inférieur à celui des Etats-Unis entre 2007 et 2010. En 2009, malgré une contraction de la croissance économique beaucoup plus marquée au Japon qu'aux Etats-Unis (-5,5% contre -3,5%<sup>4</sup>), le creusement du déficit budgétaire japonais a été plus modéré (-8,3% du PIB contre -12,1%<sup>5</sup>) en raison d'une ampleur effective des plans de relance inférieure à celle constatée aux Etats-Unis.

<sup>4</sup> Source : FMI avril 2012.

<sup>5</sup> Source : OCDE.

La question de l'efficacité des politiques budgétaires nippones sur l'économie, notamment durant les années 1990, a été l'objet de vifs débats économiques. Pour les tenants de la thèse de l'inefficacité de la politique budgétaire (McKibbin 1996, Ihuri et alii 2002, Tanaka et alii 2002), les plans de relance massifs des années 1990 n'ont pas eu d'impact significatif sur l'économie. Mais pour les tenants de la thèse de l'efficacité des politiques budgétaires (notamment Posen 1998, Ito 2009), la question de l'ampleur des plans de relance réellement injectés dans l'économie pendant la crise des années 1990 est posée. Leurs travaux montrent qu'il existe d'importants décalages entre les montants des plans annoncés et les montants utilisés et soulignent l'effet positif sur la croissance lorsque les plans de relance étaient de grande ampleur.

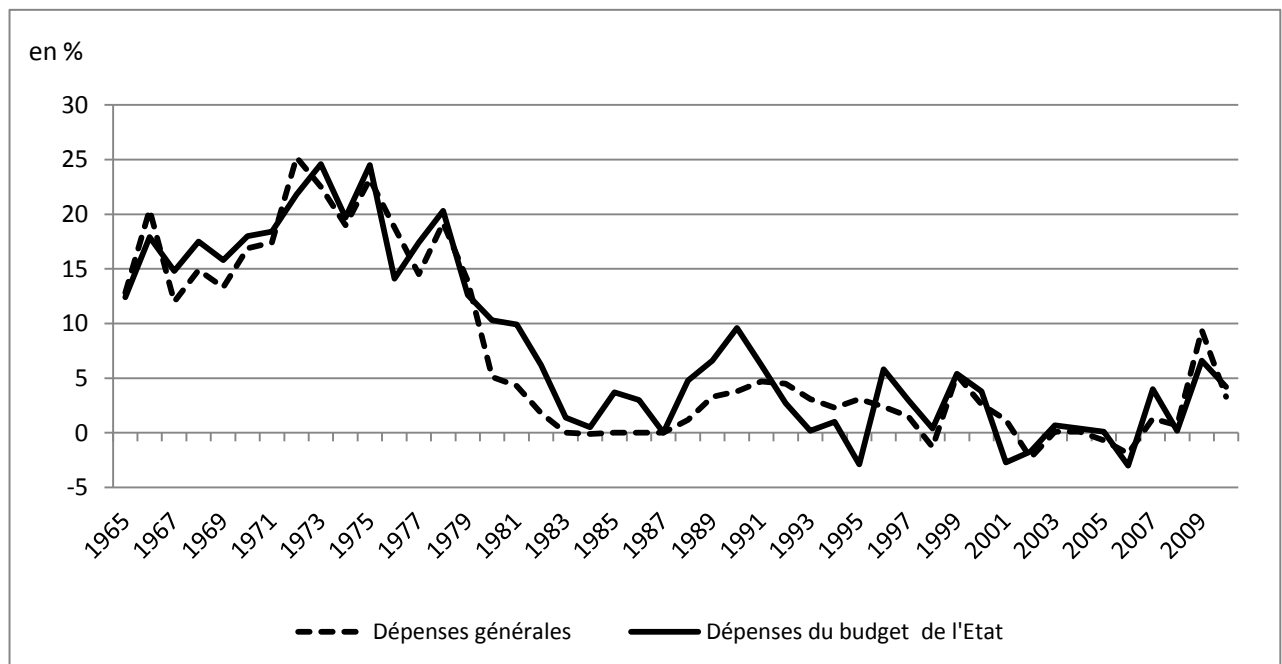
Selon les statistiques officielles, le montant cumulé des plans de relance annoncés entre 1992 et 2002 aurait atteint plus du tiers du PIB nominal 2002 (environ 162 trillions de yen). Toutefois si l'on considère que les budgets supplémentaires sont une assez bonne approximation des sommes nouvelles réellement injectées dans l'économie, on obtient un montant proche d'1/3 du total des plans de relance annoncés, soit 56 trillions yen (Lee et alii, 2003). En 2008 et 2009, en dépit de plans de relance massifs annoncés, totalisant 34% du PIB 2009, les montants des budgets supplémentaires n'ont guère excédé 1/5 de ces derniers. Cette relative faiblesse des dépenses effectives s'explique par l'utilisation de crédits non dépensés dans le cadre d'un plan précédent, par l'annonce de mesures non appliquées ou reportées et, surtout, pendant la crise de 2008-2009, par des mesures correspondant à des garanties de prêts (Brückner et alii, 2010)... Les nombreuses critiques sur l'inefficacité des plans de relance massifs se révèlent ainsi beaucoup moins fondées.

Par ailleurs, l'évolution du taux de croissance des dépenses budgétaires de l'administration centrale<sup>6</sup> connaît une nette baisse de régime à partir du début des années 1980. A l'exception de la période des bulles spéculatives (1988-1990), son niveau reste proche de 5%. Une tendance similaire est observée dans le cadre des dépenses générales du budget, exception faite de 2009 où une politique de soutien budgétaire vigoureuse a été appliquée pour faire face à une contraction particulièrement forte du commerce extérieur (graphique 4).

---

<sup>6</sup> Il s'agit du compte général du budget. Il comprend les dépenses générales (sécurité sociale, travaux publics, éducation et science, défense nationale et divers), le service de la dette (remboursement de la dette + intérêts) et les transferts aux collectivités territoriales.

**Graphique 4 : Evolution du taux de croissance annuel des dépenses budgétaires dont les dépenses générales entre 1965 et 2010.**

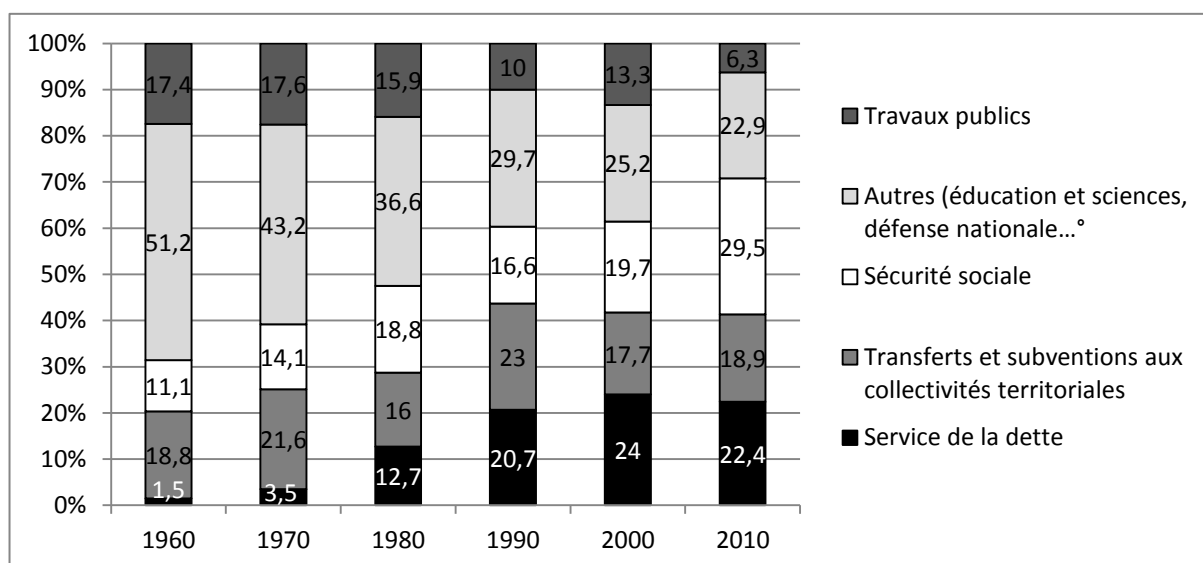


Source : ministère des Finances, Comptes nationaux. Années fiscales.

Le rythme plus modéré de progression des dépenses budgétaires, hors crises, se double d'une profonde transformation de la structure des dépenses générales depuis les années 1960.

Au sein de ces dépenses, la montée du poids de la sécurité sociale –premier poste de dépenses en 2010- est la plus frappante. Cette poussée s'effectue aux dépens de la part des travaux publics et du poste « divers » (éducation et science, pensions militaires, aide alimentaire, défense nationale, APD...) (graphique 5).

En termes de niveau de dépenses, les travaux publics sont passés d'un pic de 13,7 à 5,8 trillions de yen entre 1993 et 2010, l'éducation et les sciences de 7,1 à 5,6 trillions de yen entre 1998 et 2010 alors que la sécurité sociale progressait de 11,5 à 27,2 trillions de yen entre 1990 et 2010. Cette évolution souligne les efforts importants de réduction des dépenses publiques déjà effectués. De ce fait, les marges de manœuvre future de compression des dépenses budgétaires sont faibles alors que le vieillissement de la population provoque mécaniquement une augmentation des coûts de la santé et des retraites. Une réforme structurelle du financement de la sécurité sociale est à l'étude depuis de nombreuses années, mais sa finalisation a été sans cesse repoussée tant les risques politiques qui y sont attachés sont élevés.

**Graphique 5 : Evolution de la structure des dépenses budgétaire de l'Etat 1960-2010**

Source : ministère des Finances. *Années fiscales. 2010 : budget initial, compte général.*

On note également que la part du service de la dette diminue entre 2000 et 2010 en dépit de l'augmentation du poids de cette dernière dans le PIB. Si l'augmentation de la taille du budget pendant cette période peut expliquer partiellement ce résultat, la forte baisse des taux d'intérêt servis sur les obligations d'Etat a joué un rôle majeur pour contenir le poids du service de la dette dans le budget. Le paiement des intérêts est ainsi passé de 10,8 à 7 trillions de yen entre 1998 et 2006 pour remonter à 7,9 trillions en 2010<sup>7</sup>.

Au total, les dépenses publiques japonaises ont été relativement modérées compte tenu du vieillissement accéléré de la population et des violentes crises internes ou externes qui ont secoué l'économie depuis les années 1990. De surcroît, elles se situent à des niveaux plutôt faibles comparativement aux autres grands pays industrialisés. La cause de la montée de l'endettement public semble plutôt à rechercher du côté des recettes que des dépenses.

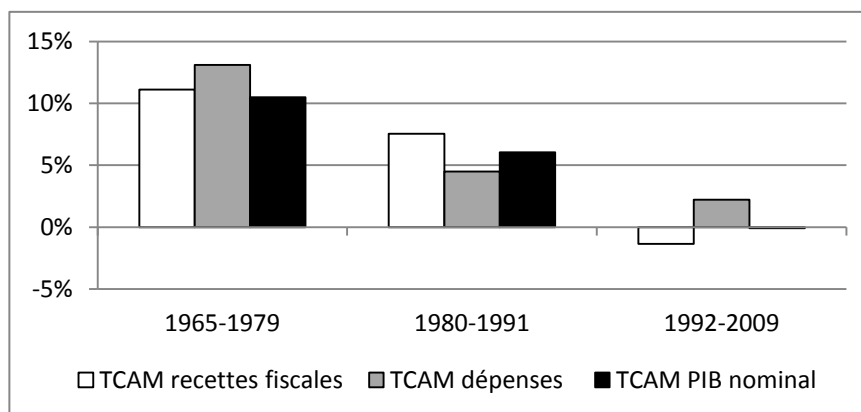
### **1.2.2. La baisse des recettes fiscales dans un contexte de croissance nominale atone**

Lorsque découpe la période 1965-2009 en trois sous-périodes (1965-1979 : forte croissance et pression fiscale élevée, 1980-1991 : croissance encore soutenue et baisse de la pression fiscale, 1992-2009 : croissance atone et faible pression fiscale), il apparaît que le rythme d'augmentation des recettes fiscales décélère nettement entre les deux premières périodes pour s'effondrer de 1992 à 2009 (graphique 6).

<sup>7</sup> 8,6 trillions de yen en 2011.



**Graphique 6 : Taux de croissance annuel moyen du PIB nominal, des recettes fiscales et des dépenses budgétaires**



Source : ESRI, Comptabilité nationale.

Même si on note une progression annuelle non négligeable des dépenses budgétaires entre 1992 et 2009, la contraction des recettes fiscales a fortement contribué à la montée de l'endettement public. Elle résulte non seulement du marasme de la croissance, mais aussi des mesures de politiques fiscales mises en œuvre au cours des cinquante dernières années.

### ***1.2.3. L'allègement de la fiscalité directe***

L'analyse de l'évolution des recettes fiscales sur la période 1965-2010 fait apparaître que le ratio du total des impôts et taxes sur le PIB, après être passé par un pic en 1989, a nettement baissé par la suite (graphique 7).

L'introduction de la TVA en 1989, passée de 3% à 5% en 1997, a créé une source nouvelle de recettes équivalant à environ 20% du total des impôts et taxes actuels sans que le mouvement de baisse du ratio des recettes fiscales totales sur le PIB ne soit enrayeré. Les programmes massifs de réduction d'impôts, appliqués entre 1994 et 1998, expliquent en partie cette tendance baissière<sup>8</sup>.

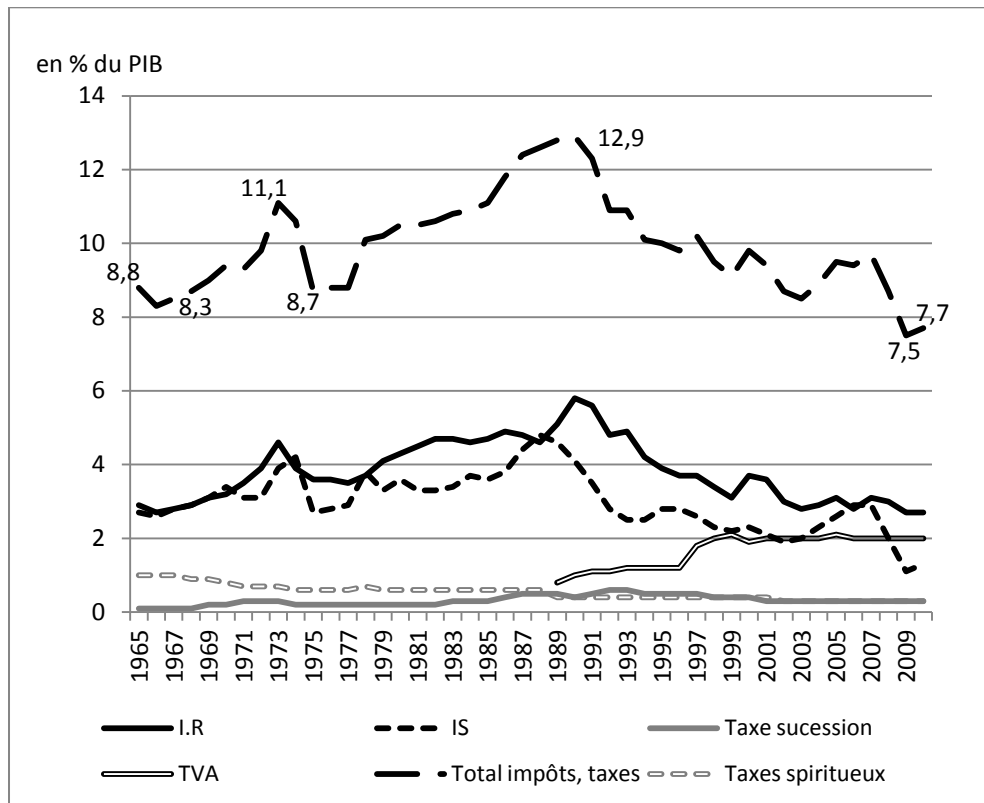
Bien que le ralentissement de l'activité économique ait contribué à l'érosion des recettes fiscales depuis les années 1990, on constate que certaines catégories d'impôts (impôts sur les successions, taxes sur les alcools, TVA de 1998 à 2010<sup>9</sup>...) ont maintenu une part relativement stable dans le PIB depuis la deuxième moitié des années 1990. Ce n'est pas le cas de l'impôt sur le revenu (IR) dont le poids dans le PIB a fortement régressé depuis le début des années 1990 et est resté faible malgré la reprise économique de 2002-2007 (Annexe

<sup>8</sup> Montant cumulé des baisses d'impôts de 16,5 trillions yen entre 1994 et 1998. Source : Lee et alii (2003).

<sup>9</sup> La part de la TVA augmente mécaniquement à partir de 1997 car son taux passe de 3% à 5%, mais son poids dans le PIB se stabilise dès l'année suivante.

3). L'impôt sur les sociétés (IS), après une baisse très rapide entre 1991 à 2002 s'est redressé pendant la reprise économique entre 2003 et 2007 mais à un niveau de 40% inférieur à son pic de 1988 malgré le haut niveau de profits enregistré.

**Graphique 7 : Evolution du poids des principaux impôts et taxes nationaux dans le PIB (1965-2010)**



Sources : ministère des Finances, Japon, general account revenue, tax statistics.

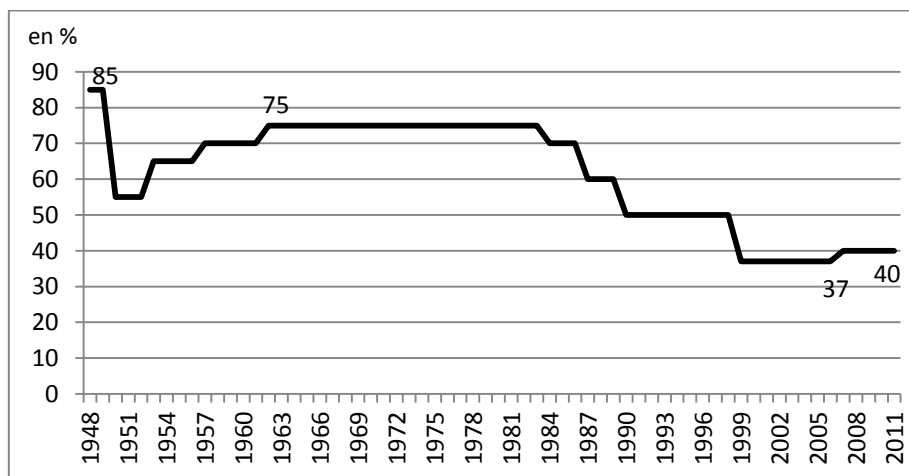
Note : années fiscales, total impôts taxes hors timbres. IR au niveau national.

La conduite de la politique fiscale appliquée à l'IR a subi de nombreuses inflexions au cours des soixante dernières années, tant au niveau des taux que du nombre de tranches d'imposition.

Au lendemain de la guerre, en 1948 et 1949, l'imposition sur le revenu des particuliers était particulièrement progressive et redistributive avec un taux d'imposition marginal national maximal très élevé de 85% (graphique 8). Mais, en 1950, le taux marginal a chuté brutalement pour amorcer une lente remontée entre 1953 et 1962, sans toutefois atteindre le niveau enregistré en 1948-1949. Néanmoins, les niches fiscales existantes une fois intégrées, les taux d'imposition effectifs ont baissé au cours des années 1950 pour l'ensemble des contribuables, y compris pour ceux dont les revenus étaient les plus faibles (Wasilewski, 2005, annexe 4).

Après une longue période de stabilité entre 1962 et 1983, le taux marginal d'IR a été abaissé par étapes pour atteindre 37% en 1999 et s'y maintenir jusqu'en 2006 (graphique 8). Les réformes successives de l'IR ont également réduit sa progressivité, le nombre de tranches passant de 15 à 12 (1987), puis à 5 (1988) pour atteindre un minimum de 4 tranches (1999).

**Graphique 8 : Evolution du taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu entre 1948 et 2010 (1)**

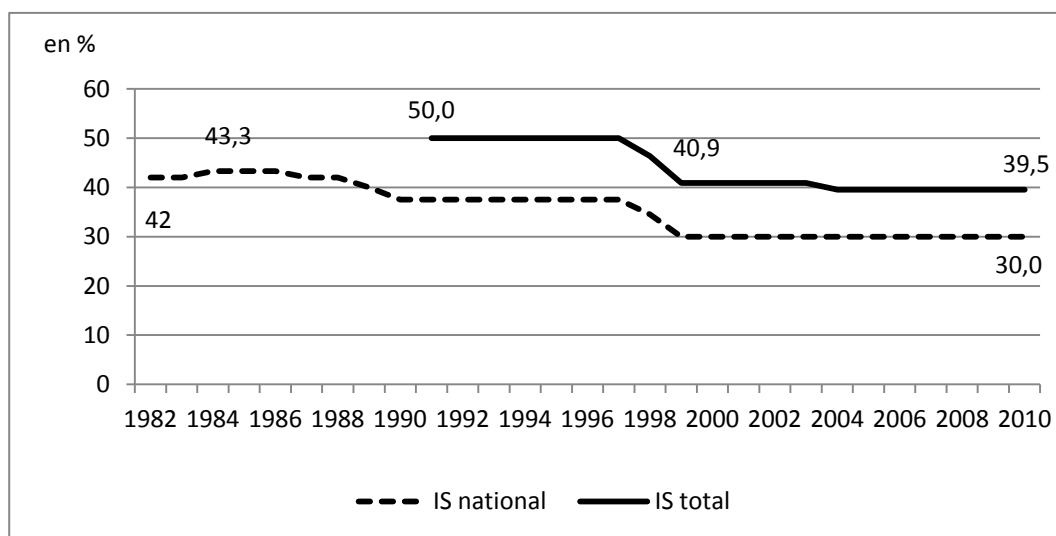


Source : Moriguchi et Saez (2007). (1) Il s'agit de l'impôt sur le revenu au niveau national.

Toutefois, la réforme fiscale 2006 (appliquée en 2007) a, pour la première fois depuis le début des années 1960, inversé la tendance baissière de la fiscalité sur l'IRPP en augmentant le taux marginal national d'imposition ainsi que le nombre de tranches, passé de 4 à 6<sup>10</sup>. Par ailleurs, l'imposition sur le revenu des particuliers ne se limite pas au seul cadre national car il faut également y ajouter l'IR préfectoral et l'IR municipal. Au total, le taux d'imposition marginal maximal sur le revenu des personnes atteignait 50% en 2010 (40% national, 6% municipal, 4% préfectoral) (annexe 4).

Le taux d'IS a suivi la même tendance baissière que l'IR, mais à la différence de ce dernier, il n'est pas remonté de ce taux en fin de période. A l'impôt national sur les sociétés s'ajoutent des taxes locales modulées en fonction du revenu imposable de l'entreprise. En 2010, le taux moyen de l'IS total atteignait 39,5% (graphique 9).

<sup>10</sup> [http://www.mof.go.jp/english/tax\\_policy/tax\\_reform/fy2006/tax2006a.pdf](http://www.mof.go.jp/english/tax_policy/tax_reform/fy2006/tax2006a.pdf).

**Graphique 9 : Evolution du taux de l'impôt sur les sociétés au Japon (national et total)**

Source : OCDE, statistics on taxes. Sociétés hors PME.

Note : Impôts sur le revenu des sociétés total = total des impôts au niveau national, municipal et préfectoral.

En 2011, une baisse du taux national de l'IS était programmée, mais la catastrophe de Fukushima a contraint les pouvoirs publics à repousser cette mesure<sup>11</sup>.

Au début de la décennie 2000, d'autres réformes fiscales ont été initiées. En 2003, la baisse du taux maximum d'imposition sur les successions (de 70% à 50%) et la réduction des coûts de transaction sur l'achat de titres et de terrains ont marqué symboliquement une montée en puissance de l'orientation libérale de la politique fiscale<sup>12</sup>. Mais, la décision de transférer une partie des compétences fiscales de l'Etat aux collectivités territoriales a été plus lourde de conséquences sur les finances publiques<sup>13</sup>. Cette réforme a été motivée par la volonté des autorités d'alléger les transferts et subventions de l'Etat vers les collectivités territoriales en contrepartie de la baisse de ses recettes fiscales (tableau 3).

**Tableau 3 : Impact sur les recettes fiscales nationales des réformes conduites de 2002 à 2009**

(Mrd yen)	Réforme 2002	Réforme 2003	Réforme 2004	Réforme 2005	Réforme 2006	Réforme 2007	Réforme 2008	Réforme 2009	Total
<b>Impact (1)</b>	-17	-1538,4	(2)	(2)	(2)	-408	-4	-469	-4902,4

Source : ministère des Finances, 2010. (1) Année initiale. Il s'agit de l'impact sur les recettes du budget général. (2) Les baisses sont essentiellement liées au transfert de recettes aux collectivités territoriales.

<sup>11</sup> Avant Fukushima, la baisse prévue de l'IS national des GE était de 30% à 25,5%, et des PME, de 18% à 15%.

[http://www.mof.go.jp/english/tax\\_policy/tax\\_reform/fy2011/tax2011a.pdf](http://www.mof.go.jp/english/tax_policy/tax_reform/fy2011/tax2011a.pdf).

<sup>12</sup> Ministry of Finance, Fiscal 2003 tax reform.

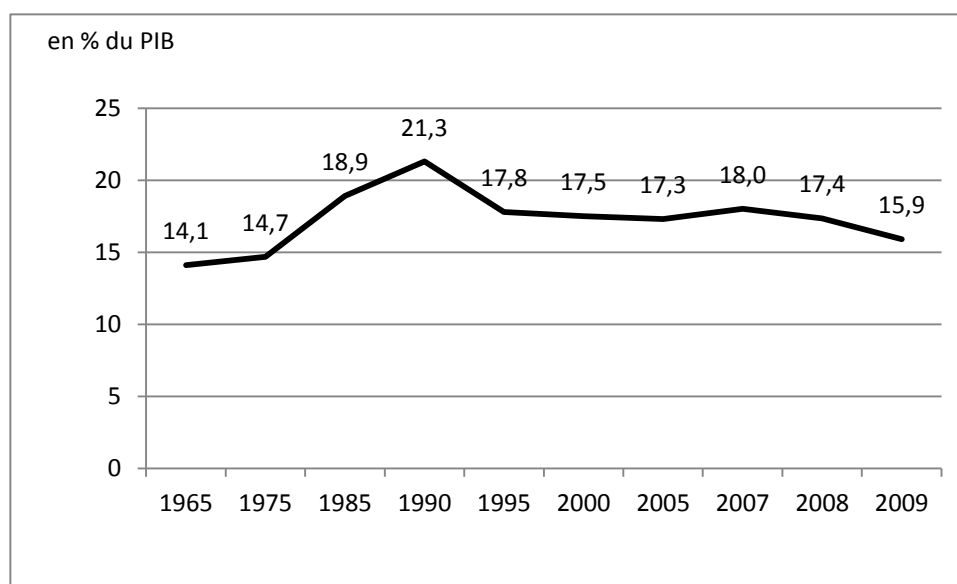
<http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/APCITY/UNPAN018836.pdf>.

<sup>13</sup> Réforme votée en 2003 et appliquée à partir de 2004.

Les réformateurs espéraient que les dépenses du budget de l'Etat en seraient abaissées. Toutefois, la forte disparité de niveaux de recettes fiscales entre collectivités locales, jointe au lobbying de ces dernières, ont incité l'Etat à augmenter les transferts à leur profit à partir de 2006. Ce qui a impacté négativement ses ressources (Hoshi, Kashyap, 2011).

Au total, la part des recettes fiscales totales dans le PIB s'est fortement contractée entre 1990 et 2009. Par ailleurs, elle a peu progressé en 2007, malgré l'embellie économique tant au niveau du PIB nominal que réel, et a reculé pendant la crise de 2008-2009 (graphique 10).

**Graphique 10 : Evolution du total des recettes fiscales japonaises sur le PIB**



Source : OCDE, *Statistiques des recettes publiques, 1965-2009, édition 2011*.

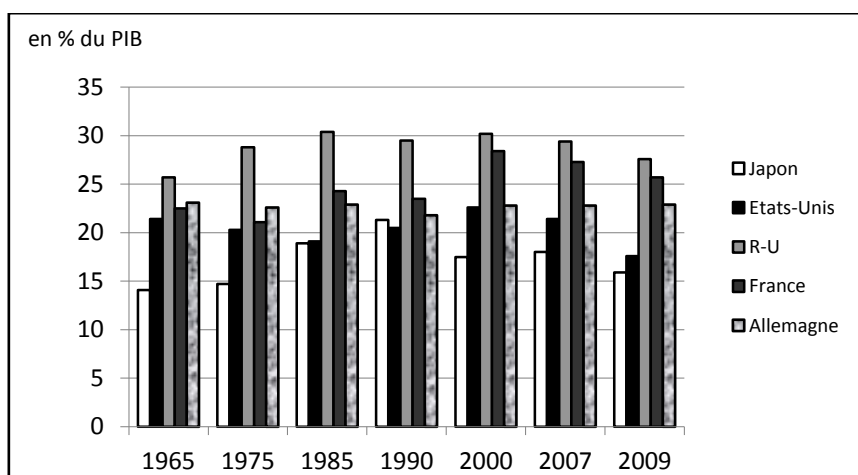
Note : Recettes fiscales hors sécurité sociale.

Les travaux de Lee et alii (2003) ont bien montré l'impact négatif sur le déficit budgétaire de la politique fiscale de baisse des impôts directs sur longue période au Japon. Dès lors, une question se pose. Les baisses des impôts et taxes, initiées au Japon à partir des années 1980, étaient-elles justifiées par une fiscalité particulièrement lourde comparée à celle des autres pays développés ?

### 1.3. Un niveau de pression fiscale faible au plan international

La comparaison internationale des ratios d'impôts et taxes rapportés au PIB depuis 1965 montrent que la pression fiscale a été beaucoup plus faible au Japon que partout ailleurs, à l'exception des Etats-Unis entre 1985 et 1990. Malgré la montée de la dette publique, le poids des impôts et taxes japonais dans le PIB a fortement baissé entre 1990 et 2000 et se situait en 2007 à un niveau inférieur à celui atteint en 1985 (graphique 11).

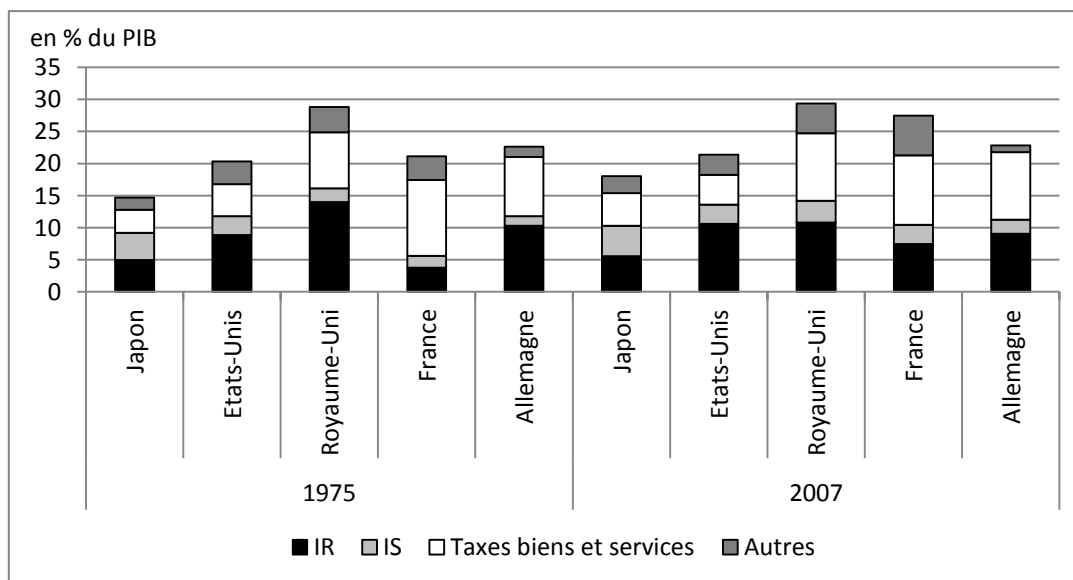
### Graphique 11 : Comparaison internationale de l'évolution des impôts et taxes



Source : OCDE, statistiques des recettes publiques. Il s'agit des impôts et taxes hors sécurité sociale.

Au sein des revenus fiscaux<sup>14</sup>, en 1975, le poids de l'impôt sur le revenu des personnes dans le PIB était faible au Japon comparativement à celui des autres pays, exception faite de la France. Celui des taxes sur les biens et services était également très modeste contrairement à l'impôt sur les bénéfices des sociétés, le plus élevé parmi les pays étudiés (graphique 12).

### Graphique 12 : Comparaison internationale de la structure des revenus fiscaux



Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2009, édition 2011.

En 2007, après de nombreuses réformes, le système fiscal japonais conservait un poids de l'IS dans le PIB supérieur à celui des autres pays. Les deux autres grandes catégories de recettes fiscales (IR et taxes sur les biens et services) se situaient à un niveau nettement plus bas que

<sup>14</sup> Hors sécurité sociale.

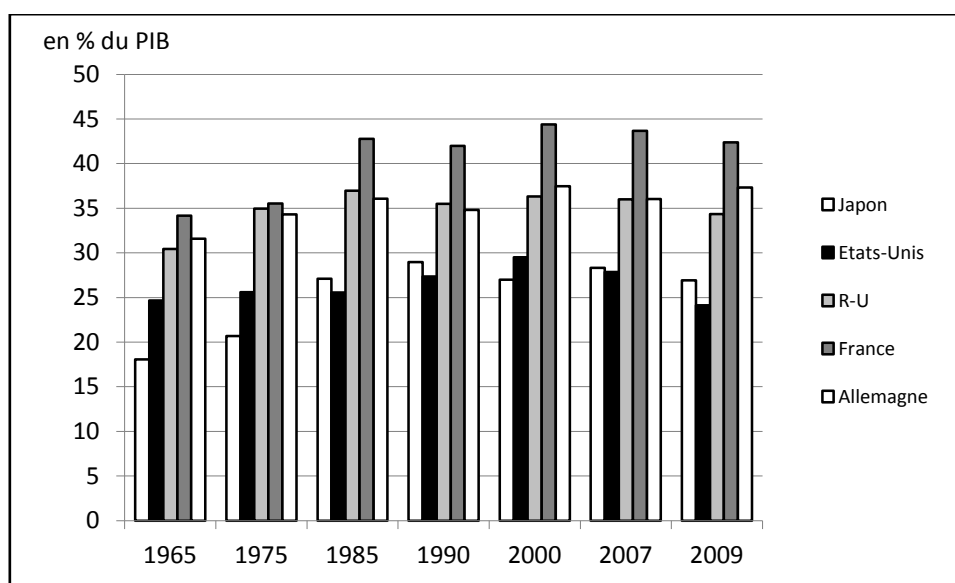
celui enregistré en France ou en Allemagne. En termes relatifs, la taxe nippone sur les biens et services était plus importante qu'aux Etats-Unis. Exception faite de l'Allemagne, les « autres taxes » japonaises pesaient également beaucoup moins dans le PIB que pour les autres pays.

Le mouvement baissier des barèmes d'impôts (ménages et sociétés), enclenché depuis les années 1980 au Japon, ne se justifiait donc pas par un fardeau fiscal plus élevé que dans les autres pays. Toutefois, la faiblesse relative des recettes d'impôts et taxes au Japon indique que des marges de manœuvre existent pour améliorer l'équilibre des comptes publics. Si la pression fiscale est faible au Japon, comparativement aux autres grands pays industrialisés, qu'en est-il pour l'ensemble des prélèvements obligatoires ?

#### 1.4. Des prélèvements obligatoires modestes

L'analyse des données internationales du ratio des prélèvements obligatoires dans le PIB fait apparaître un mouvement général d'augmentation de ce dernier entre 1965 et 1985, à l'exception des Etats-Unis où l'on observe une quasi-stagnation (graphique 13). Pendant la période 2000-2007, c'est la tendance inverse qui est observée dans la plupart des pays, exception faite du Japon. Pour ce dernier, l'embellie économique entre 2002 et 2007 a permis d'enregistrer une légère progression des prélèvements obligatoires dans le PIB<sup>15</sup>. Par contre, le choc de la crise de 2008-2009 les a impactés négativement (graphique 13).

**Graphique 13 : Comparaisons internationales des prélèvements obligatoires**



Source : OCDE, statistiques des recettes publiques 1965-2009, édition 2011.

<sup>15</sup> Par contre, la masse des cotisations sociales a stagné entre 2000 et 2007.

Le creusement de la dette publique a déjà poussé les autorités japonaises à infléchir la politique fiscale de baisse des impôts directs ainsi que le montrent l'augmentation du taux marginal de l'IR en 2007 et le passage de 50% à 55% du taux maximum d'impôt sur les successions. Mais une réforme de la fiscalité devient d'autant plus urgente que, depuis 2010, les montants des recettes d'impôts et taxes sont inférieurs à 50% des recettes totales du budget de l'Etat et sont même inférieurs au montant des obligations d'Etat émises pour équilibrer les dépenses.

La triple catastrophe de Fukushima, en alourdissant encore l'endettement, constitue un puissant aiguillon pour stimuler la réflexion politique en direction des problèmes structurels auquel le Japon doit faire face. En effet, le vieillissement démographique pose le problème de la soutenabilité à moyen long-terme de l'endettement public. Ce dernier, bien que colossal, a jusqu'à présent donné lieu à une gestion atypique de la dette souveraine japonaise. La réaction des marchés est également fort différente de celle observée dans le cas des pays européens.

## **2. LE CARACTERE « ATYPIQUE » DE LA DETTE PUBLIQUE JAPONAISE**

La précocité de la progression de la dette publique nipponne ainsi que le niveau très élevé qu'elle avait atteint avant la crise financière et économique mondiale de 2008-2009, comparativement aux dettes souveraines américaine et européennes, constituent ses deux premières caractéristiques atypiques. Ces évolutions ont reflété le contrat social passé entre le Parti Libéral Démocrate et ses électeurs. Il reposait sur le maintien du plein emploi, notamment en soutenant la croissance par des dépenses budgétaires lorsque les moteurs du secteur privé faiblissaient.

L'originalité du Japon a résidé dans le maintien de son approche keynésienne de la politique budgétaire alors que cette dernière avait été abandonnée dans les grands pays industrialisés, entre le début des années 1980 et la crise de 2008-2009, par crainte d'alimenter l'inflation ou de déséquilibrer la balance commerciale. A l'exception de J. Koizumi, clairement favorable au marché, les gouvernements japonais successifs ont appliqué une politique alternant défiance et rapprochement vis-à-vis du libéralisme et de la réduction du rôle de l'Etat. Dans l'ensemble, la défiance l'a emporté aux moments les plus aigus de crise.

La dette publique japonaise pose également des problèmes d'analyse économique très stimulants car nombre de ses effets sur l'évolution des taux d'intérêt, des prix ou de l'épargne ne suivent pas la logique des cadres explicatifs des théories classiques ou néoclassiques.

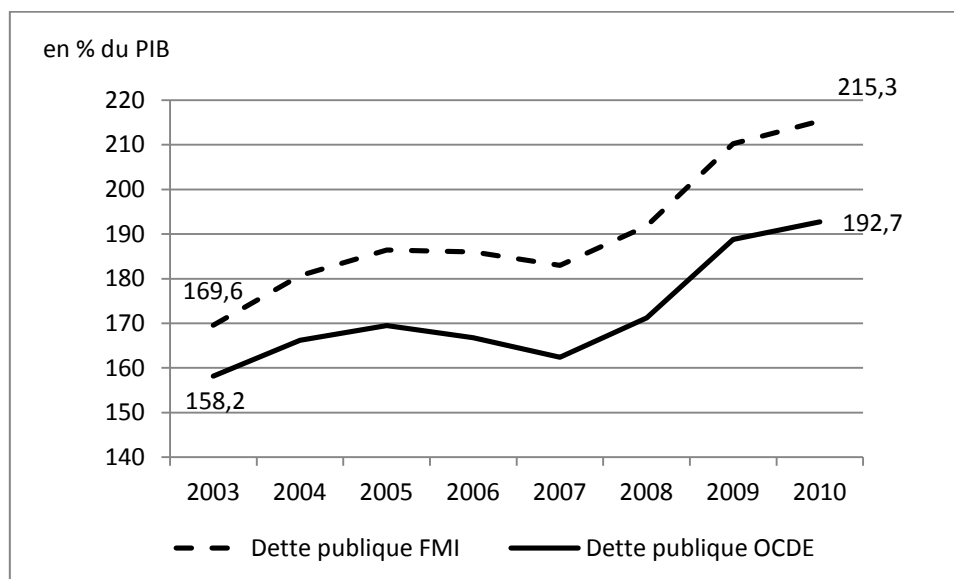


## 2.1. Le niveau record de la dette publique japonaise

Avant d'aborder le problème des comparaisons internationales de progression et de niveaux de dette publique, il convient de souligner la difficulté à définir un périmètre pertinent de dette publique, voire même un périmètre comparable d'un pays à l'autre.

L'exemple des séries statistiques de dette publique du ministère des Finances japonais fait apparaître combien le niveau d'endettement public est différent selon le périmètre de dette retenu. Le montant de la catégorie « encours de la dette publique » comptabilise les encours des obligations d'Etat et des obligations des collectivités territoriales ainsi que des emprunts publics auprès du compte général ou d'un compte spécial. Il est inférieur à celui de la catégorie « encours à long terme de la dette de l'Etat et des collectivités territoriales » qui inclut, en sus, le paiement des intérêts et les remboursements de la dette. Lorsque l'on ajoute à ces encours à long terme le financement à court terme et le FILP, on obtient la catégorie la plus exhaustive de comptabilisation du stock de dette publique, appelée « encours des obligations et emprunts publics ». Selon la catégorie retenue, le niveau d'endettement en 2010 variait de 827 à 973 trillions de yen, soit un écart proche de 18%<sup>16</sup>.

**Graphique 14 : Evolution du ratio dette/PIB au Japon selon l'OCDE et le FMI**



Source : FMI, WEO, October 2012; OCDE, EO n°91, June 2012.

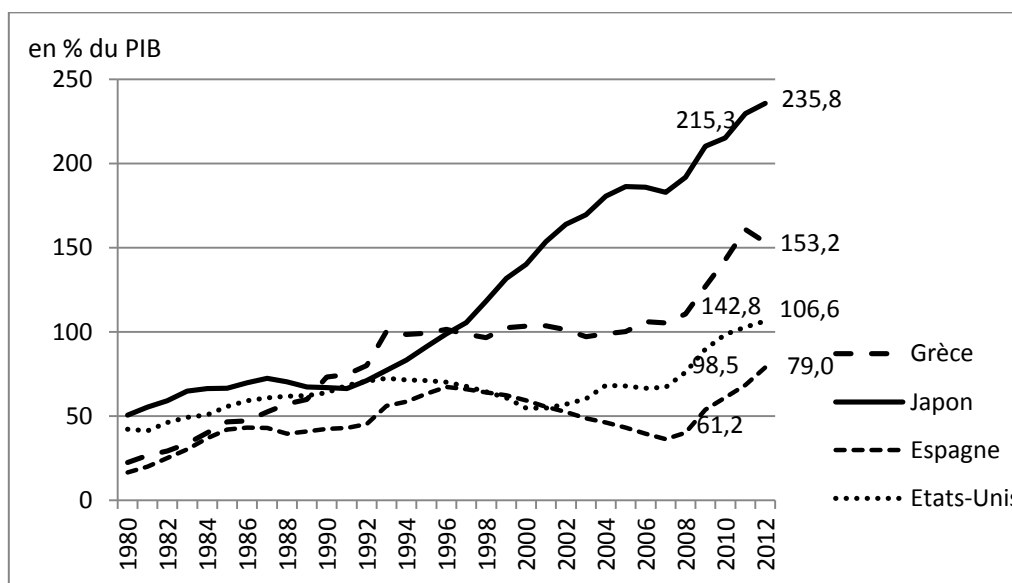
Les statistiques internationales de dette publique brute du FMI ou de l'OCDE présentent aussi d'importantes différences de niveaux. Ainsi, les ratios de dette publique brute/PIB du FMI

<sup>16</sup> Ministry of Finance, *Japanese public finance fact sheet 2010*. Estimations 2010.

sont nettement supérieurs à ceux de l'OCDE car ils comprennent, en particulier, les engagements de retraite non capitalisés (graphique 14).

Contrairement à de nombreux pays, pour lesquels la dette publique a explosé à partir de la crise financière de 2008-2009, le Japon a connu une forte dégradation de ses finances publiques beaucoup plus tôt. Ainsi, la dette publique brute est passée de 71% à 186% du PIB environ entre 1992 et 2005. La crise 2008-2009 n'a fait qu'alourdir un plus la dette (graphique 15).

### Graphique 15 : Comparaisons internationales d'évolution des dettes publiques brutes



Source : FMI, World Economic Outlook Database, April 2012.

Japon, Etats-Unis et Grèce : estimations à partir de 2011 et Espagne : estimations en 2012. Les statistiques intermédiaires du graphique correspondent à l'année 2010.

La comparaison des stocks de dette publique brute du Japon et de quelques pays à endettement rapide montre que, au début des années 1990, la Grèce et les Etats-Unis avaient des niveaux équivalents de dette publique brute. Par contre, en 2009<sup>17</sup>, la dette publique brute japonaise arrivait nettement en tête, sa taille relative par rapport au PIB excédant même le triple du ratio enregistré aux Etats-Unis.

Néanmoins, les données du FMI montrent que cette dernière progresse moins rapidement que celle des autres pays étudiés sur la période 2009-2012. En effet, le problème du ratio dette/PIB est qu'il lie un stock de dette à une mesure annuelle de richesse créée (le PIB) qui peut fluctuer fortement d'une année sur l'autre. En 2009, le PIB nominal japonais s'est

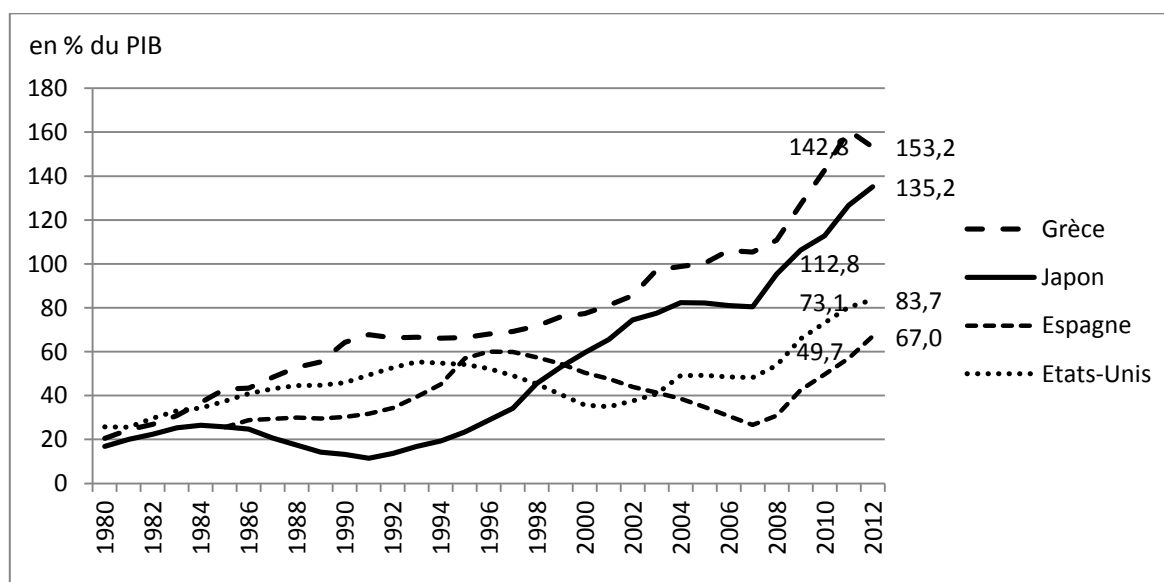
<sup>17</sup> Dernière année commune disponible sur données réelles.

contracté de 6% -nettement plus violemment que celui des autres pays étudiés-, d'où une flambée artificielle du ratio dette/PIB au Japon.

De surcroît, les comparaisons internationales de dettes publiques sont approximatives compte tenu des différences de cadres institutionnels conditionnant la collecte des données et des méthodologies nationales spécifiques de traitement de ces dernières. En effet, selon les sources, le passif financier des administrations publiques inclut une gamme de produits plus ou moins large qui sont évalués au prix d'achat ou à la valeur du marché. Il peut également exclure ou inclure les charges de sécurité sociale.

Lorsque l'on compare les ratios dettes publiques nettes (c'est-à-dire hors actifs publics) sur PIB, le Japon apparaît mieux placé que les autres pays étudiés entre 1986 et fin 1997 ; son ratio passe en tête à partir de 2000, exception faite de la Grèce (graphique 16). En fin de période, l'écart de la part de la dette publique nette dans le PIB entre le Japon et les autres pays étudiés est nettement moins marqué que celui observé dans le cas de la dette publique brute, le stock d'actifs publics japonais étant important (graphiques 15 et 16). Mais, quelle que soit la mesure retenue, le niveau de la dette publique japonaise demeure très élevé et sa progression rapide date d'une vingtaine d'années.

### Graphique 16 : Comparaisons internationales d'évolution des dettes publiques nettes



Source : FMI, World Economic Outlook Database, April 2012.

Japon, Etats-Unis et Grèce : estimations à partir de 2011 et Espagne : estimations à partir de 2012. Les statistiques intermédiaires du graphique correspondent à l'année 2010.

La résistance du modèle japonais à déréglementer très rapidement les marchés des biens et services, du travail ou de la finance et à limiter le rôle de l'Etat, pendant les années 1980 et une partie des années 1990, provient de ses équilibres institutionnels et sociaux spécifiques.

Ainsi, les pouvoirs publics ont longtemps géré les problèmes sociaux à travers le clientélisme en redistribuant des richesses aux agriculteurs, artisans et petits commerçants grâce à des subventions, des prêts à taux préférentiels ou des législations protectrices. Le secteur du BTP était également dynamisé dans les régions par les commandes de travaux publics. A ce rôle protecteur de l'Etat s'ajoutait celui des grandes entreprises qui assumaient en partie les charges de sécurité sociale (maintien de sureffectifs, systèmes propres de retraite, de santé ou de logements). D'après le terme de Hiroatsu Nohara (2007), le modèle mis en place par le PLD était un « modèle social démocrate souterrain ». Il ne pouvait fonctionner que dans un contexte de croissance économique rapide et de relative fermeture du marché. Ces conditions ayant été longtemps remplies, on comprend mieux l'engouement des différents gouvernements pour des politiques keynésiennes, alors que par ailleurs les Japonais « n'avaient pas réussi à croire à la main invisible du marché d'Adam Smith » (Dore, 1993).

En dépit d'une dette souveraine colossale et croissante, le Japon ne subit pourtant pas les foudres des agences de notations et des marchés comme de nombreux pays de la zone euro pourtant moins endettés.

## **2.2. Une bonne qualité de notation début 2012**

Une première interrogation porte sur la clémence de la notation de la dette souveraine japonaise. Bien que celle-ci excède le montant du PIB depuis 1996, le Japon n'a perdu son triple A qu'en 2001 alors que l'endettement brut atteignait près de 152% du PIB<sup>18</sup>. Début septembre 2012, en dépit d'une dette brute supérieure au double du PIB, sa note demeurait de bonne qualité avec AA- chez Standard and Poor's par exemple. Plusieurs raisons expliquent cette notation.

### **2.2.1. Une excellente solvabilité**

Tout d'abord, le Japon ne pose pas de problème de solvabilité. Ses ménages disposent d'un stock élevé d'épargne. En 2009, leurs actifs financiers nets atteignaient 230% du PIB et leur

---

<sup>18</sup> Source: FMI.

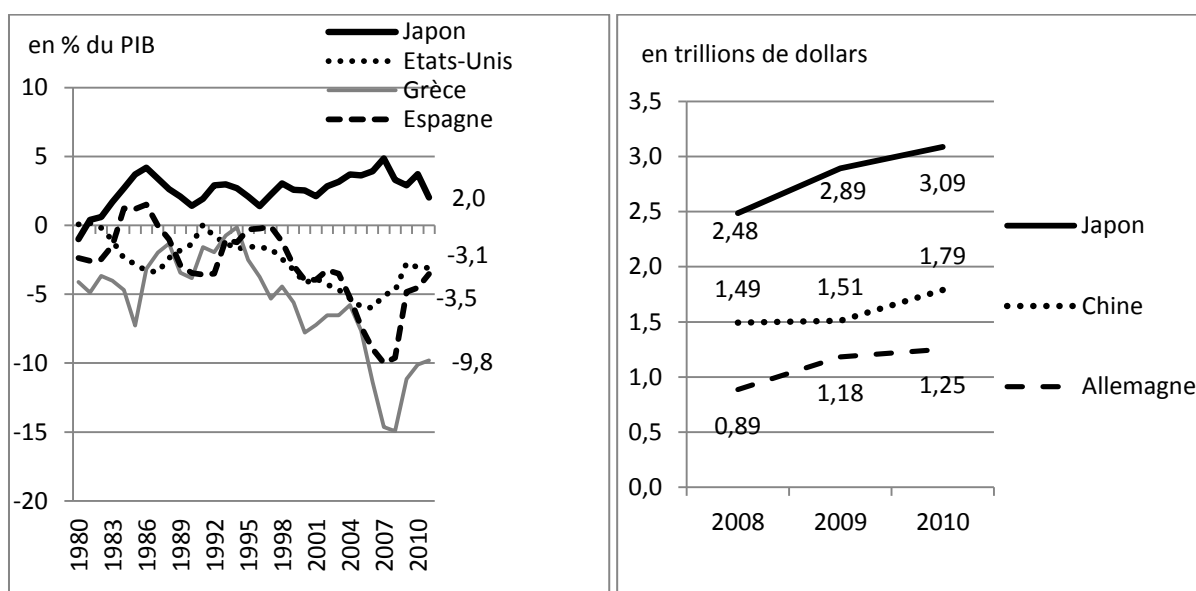
richesse nette 430% du PIB<sup>19</sup>. La même année, la richesse nette du secteur privé (ménages et entreprises non financières) totalisait 556% du PIB (annexe 5).

A cette épargne massive correspondent des excédents courants récurrents (graphique 17, gauche) et une position de créiteur net mondial la plus élevée du monde, en progression. De surcroît, le Japon devance nettement les deux autres plus grands créiteurs mondiaux, à savoir la Chine et l'Allemagne (graphique 17, droite).

### Graphique 17 :

**Gauche : Evolution des balances courantes du Japon, des Etats-Unis, de l'Espagne et de la Grèce.**

**Droite : Evolution de la position des trois plus grands créiteurs nets**



Source : FMI, WEO database BOP.

Le montant de ses réserves de devises est élevé (1,2 trillion de \$ fin décembre 2011)<sup>20</sup> et le situe en deuxième position mondiale derrière la Chine (3,2 trillions de \$ fin septembre 2011)<sup>21</sup>.

#### 2.2.2. Des possibilités de spéculation très limitées

La dette publique japonaise possède également la spécificité d'être détenue presque exclusivement par les résidents. Leur part a même augmenté ces dernières années (tableau 4).

<sup>19</sup> Source: ESRI, SNA Net wealth statistics.

[http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/kakuhou/kekka/h21\\_kaku/23annual\\_report\\_e.html#c3](http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/kakuhou/kekka/h21_kaku/23annual_report_e.html#c3).

<sup>20</sup> Ministry of Finance, International reserve statistics.

<sup>21</sup> People Bank of China, Foreign reserve statistics.

**Tableau 4 : Structure des détenteurs d'obligations d'État au Japon**

en %	2008 (1)	2009 (1)	2010 (1)
<b>Gouvernement dont :</b>	13,1	13,1	10,7
<i>fonds de pension publics</i>	11,7	11,6	10,3
<b>Banque du Japon</b>	8,3	7,4	8,0
<b>Institutions financières dont :</b>	64,1	67,5	69,1
<i>Banques</i>	23,2	43,1 (2)	45 (2)
<i>Banque postale (BP)</i>	18,0	nd	nd
<i>Assurances</i>	19,1 (3)	20,0 (3)	20,2
<b>Ménages</b>	5,3	5,1	4,5
<b>Autres</b>	2,5	2,7	2,8
<b>Total résidents</b>	<b>93,6</b>	<b>94,8</b>	<b>95,2</b>
<b>Investisseurs étrangers</b>	6,4	5,2	4,8

Source : Bank of Japan. 1) Décembre. 2) Y compris Banque postale, sociétés d'investissements en valeur mobilière (*Securities investment trusts*), maisons de titres (*Securities companies*). 3) Y compris assurance-vie de la poste.

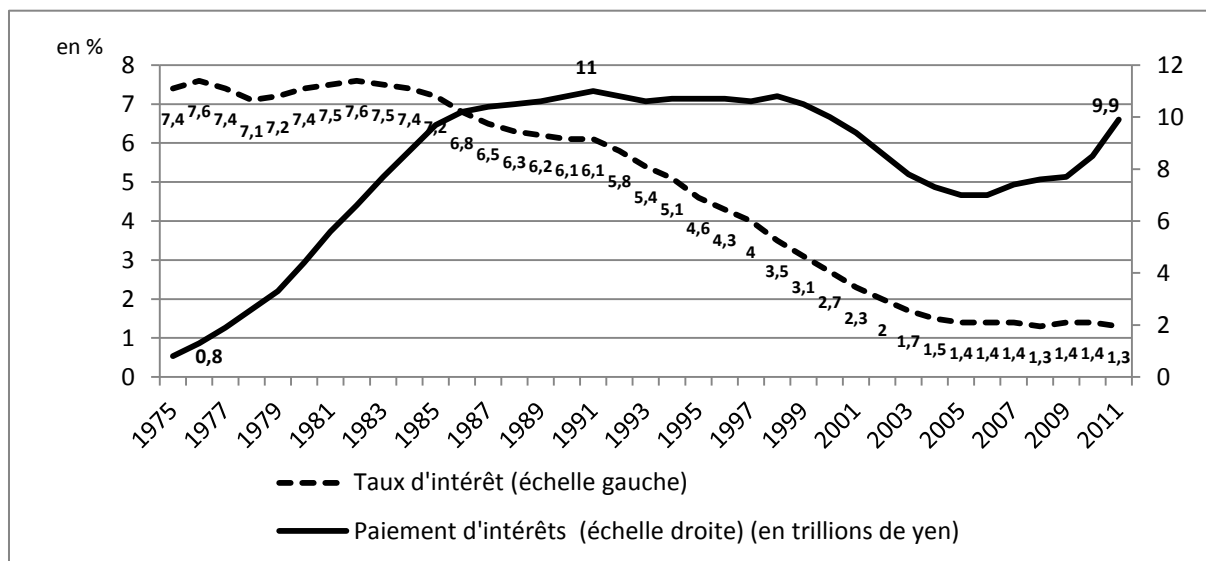
Au sein de la dette détenue par les résidents, près de la moitié se concentre dans les institutions publiques (fonds de pension publics, institutions financières publiques : Banque postale, assurance-vie de la poste, autres établissements) et à la Banque du Japon. Ce qui assure débouchés et stabilité aux obligations d'Etat (JGB).

Contrairement aux pays européens du Sud pour lesquels les dégradations de notations sont liées, en premier lieu, à une augmentation de la dette souveraine et sont généralement suivies par l'augmentation des primes de CDS qui tire celle des taux d'intérêt (Coudert, Gex, 2010), au Japon on ne trouve pas historiquement ce type de lien (annexe 6). D'ailleurs, une étude de la Banque du Japon (Shino, 2010) explique cette différence d'évolution par la dichotomie existant entre le marché des JGB presque exclusivement concentré chez les résidents et celui des CDS détenu essentiellement par les étrangers, car les résidents ont très peu recours à ce type d'outil de gestion du risque souverain. De surcroît, les CDS souverains japonais constituent un marché étroit. En 2010, ils ne représentaient que 1% du marché des CDS souverains mondiaux alors que, en 2007, la part de la dette publique nipponne contribuait à hauteur de 36% au total de l'endettement public mondial.

### ***2.2.3. Des investisseurs prudents et optimistes***

La question de l'appétit toujours aiguisé des investisseurs nippons envers les JGB reste posée alors que leurs taux d'intérêt nominaux des JGB à 10 ans sont inférieurs ou égaux à 2% depuis 2002 (graphique 18).

**Graphique 18 : Evolution du taux d'intérêt des JGB à 10 ans et du montant annuel des intérêts de la dette de l'Etat.**



Source : ministère des Finances.

Note : 1975-2009 : budgets définitifs, 2010 : budget estimé, 2011 : deuxième révision budgétaire.

D'après l'étude de Shiraishi (2010), l'anticipation par les investisseurs de la persistance des excédents courants nippons à moyen-long terme serait le principal facteur explicatif de leur confiance dans les JGB. De plus, les ménages comme les institutions financières misent sur une poursuite de la déflation qui augmentera mécaniquement les taux d'intérêt réels<sup>22</sup>.

L'aversion au risque, notamment chez les ménages, semble également jouer un rôle important dans le choix des investissements en JGB car même si les investisseurs sont conscients qu'une crise budgétaire peut survenir, son échéance leur paraît éloignée. Elle se situerait dans une plage de 5 à 10 ans selon l'étude de Kuwahara (2011) et d'une vingtaine d'années selon celle de Shiraishi (2010). De plus, les JGB constituent un débouché pour les investisseurs alors que le secteur privé japonais réduit fortement la voilure des investissements. Enfin, même si les banques ne sont pas contraintes législativement à l'achat de JGB, elles doivent détenir une certaine proportion de placements sûrs, catégorie où entrent les JGB mais qui exclut de nombreux titres étrangers.

L'optimisme des investisseurs nippons sur la dette publique nationale s'appuie aussi sur le fait que les charges de prélèvements obligatoires sont faibles comparativement aux autres pays comme nous l'avons analysé plus haut. En conséquence, il est possible d'améliorer fortement l'équilibre du solde budgétaire primaire.

<sup>22</sup> Les taux d'intérêt réels, selon les périodes, ont été supérieurs aux taux nominaux de 0,5% à 1% depuis 1998.

### 2.3. Les effets attendus du fort endettement public japonais

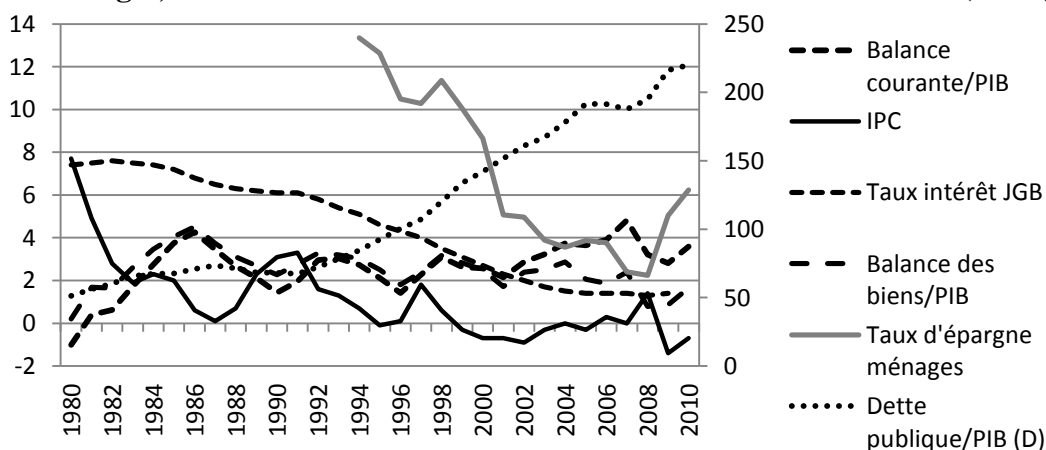
L'explosion de la dette publique japonaise a eu lieu durant les années 1990, à la suite du dégonflement des bulles spéculatives boursière et immobilière. L'analyse se concentrera donc plus spécifiquement sur cette période.

#### 2.3.1. Une augmentation de la dette sans inflation ni déficit de la balance commerciale

Reprenant les travaux de David Ricardo, Robert Barro analyse les effets de la dette publique sur la consommation, l'épargne et l'investissement en faisant référence à la théorie des anticipations rationnelles. Selon ce théorème, l'augmentation des dépenses de l'Etat n'a pas d'incidence sur l'économie car les ménages anticipent une augmentation future de leurs impôts pour financer le déficit présent ; de ce fait, ils restreignent leur consommation et accroissent leur épargne. On peut aussi craindre que les politiques de relance conduisent à de l'inflation et à un déficit de la balance commerciale.

Pourtant, au Japon, on constate l'inverse. Alors que l'endettement public s'intensifie durant les années 1990, le rythme d'augmentation des prix à la consommation décélère puis la déflation s'enracine à partir de la fin des années 1990, le taux d'intérêt sur les obligations d'Etat diminue fortement et la balance courante comme la balance commerciale demeurent nettement excédentaires<sup>23</sup>. De surcroît, le taux d'épargne des ménages chute tendanciellement sauf en fin de période (graphique 19).

**Graphique 19 : Evolution de l'inflation, du taux d'intérêt des JGB, du taux d'épargne des ménages, de la balance courante et commerciale entre 1980 et 2010 (en %)**



Sources : Balance courante/PIB : FMI, Balance des biens/PIB : Chelem-CEPII, IPC : Statistics Bureau, Japan, Taux d'intérêt des JGB à 10 ans : Ministry of Finance, Taux d'épargne nette des ménages/revenu disponible : OCDE, EO 90.

<sup>23</sup> La balance commerciale a été déficitaire en 2011, essentiellement à cause des importations énergétiques nécessitées par l'arrêt des centrales nucléaires.



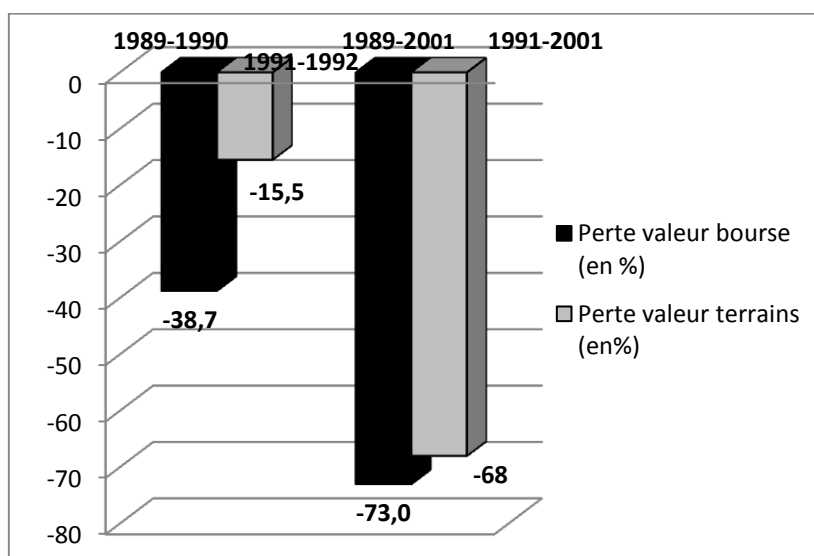
Par ailleurs, on constate qu'il n'y a pas eu d'attaque sur le yen pendant la longue période d'augmentation de la dette publique. La valeur nominale de la monnaie a même eu tendance à s'apprécier par rapport au dollar (annexe 7) et les réserves de change ont fortement augmenté entre 1992 et 2011 (68,7 milliards de \$ à 1295,8 milliards de \$ fin 2011).

Les multiples plans de relance durant les années 1990 et en 2008-2009, joints à la politique du taux 0 de 1999 à 2006 puis à partir d'octobre 2010, auraient dû conduire à un accroissement de la demande de crédit de la part du secteur privé et donc à des tensions sur le marché du crédit. Pourtant, ces tensions n'ont pas été enregistrées sauf pendant les périodes de crise profonde (crise bancaire en 1998 et crise économique de 2009) (annexe 8). Mais ce phénomène n'était pas lié au niveau de la dette publique. Dans ce contexte, les mesures d'assouplissement quantitatif (2001-2006) n'ont pas débouché sur de l'inflation. D'autres schémas explicatifs doivent être utilisés pour comprendre les conséquences atypiques de la dette publique nipponne.

### 2.3.2. L'effet de substitution de la dette publique à la dette privée

De l'éclatement de la bulle spéculative, boursière et immobilière, au début des années 1990 à la veille du retournement conjoncturel de l'économie en 2002, le choc sur les actifs a été d'une violence inédite, à partir de 1990 pour la bourse et à partir de 1992 pour l'immobilier. Les actifs ont perdu respectivement 73% et 68% de leur valeur pendant ces périodes (graphique 20).

**Graphique 20 : Choc sur les actifs mobiliers et immobiliers au Japon 1990-2001 (en %)**



Source : Global finance data, Japan real estate institute. Prix du terrain des 6 plus grandes villes.

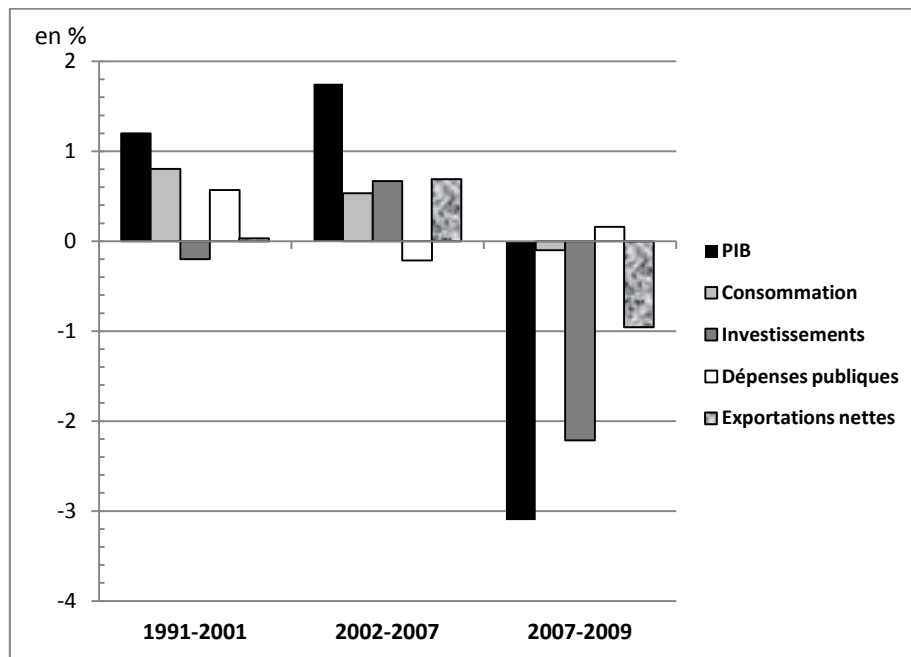
Par la suite, jusqu'en 2005, les prix des terrains des six plus grandes villes ont continué à baisser. De leur côté, les cours de la bourse ont atteint leur point bas en 2002 (annexe 9).

Le mécanisme de la crise japonaise des années 1990 s'inscrit dans le schéma de l'économiste Minsky selon lequel les innovations financières, guidées par la maximisation du profit, rendent obsolètes les cadres réglementaires et menacent la stabilité de l'ensemble de l'économie. Les investisseurs, à la recherche de profits plus élevés en période de croissance, prennent plus de risques et finissent par déstabiliser le secteur financier (Minsky 2008).

Au Japon, la déréglementation financière jointe à des taux d'intérêt faibles ainsi qu'à l'effet richesse de l'appréciation du yen ont fait passer les agents économiques de comportements financiers prudents à des comportements de prise de risques excessifs, que ce soit au niveau de leurs placements financiers ou immobiliers ou à celui de l'octroi de crédits dans le cas des banques. L'augmentation du volume de crédits, particulièrement rentables dans l'immobilier, a poussé les prix de ce secteur à la hausse alors que la spirale haussière immobilier/bourse montait en puissance. L'augmentation du taux directeur à partir de mai 1989 a mis un coup d'arrêt à la spéculation et a déstabilisé les structures financières, notamment le système bancaire (Pigeon, 2000). Si bien que l'économie japonaise est entrée en récession dès l'automne 1991 (Dourille-Feer, 2005). Par la suite, le ralentissement puis le blocage du canal du crédit ont pesé sur l'activité des firmes (emploi et investissement) et la consommation des ménages. Le secteur privé -entreprises et ménages- a cherché à se désendetter. Si bien que sur l'ensemble de la période 1992-2002, la croissance réelle du PIB a été erratique, au gré de la politique budgétaire de stop and go et de l'évolution des marchés d'exportation qui se sont répercutés sur l'investissement et la consommation. Il en a résulté une rupture du rythme de croissance annuelle moyenne du PIB réel, passé d'environ 4% au cours de la décennie 1980 à 1,2% entre 1992 et fin 2001.

Au Japon, la modération des dépenses privées, liée à la dépréciation des actifs, a contribué à réduire la demande de crédits d'investissement. Le gouvernement a ainsi été incité à augmenter les dépenses publiques pour maintenir le niveau agrégé de dépenses dans l'économie. L'analyse de la contribution à la croissance du PIB par poste montre qu'entre 1991 et 2001 le poste des investissements privés se contracte alors que celui des dépenses publiques augmente fortement. Pendant la période 2002-2007, on observe un mouvement inverse comme le montre Munevar (2011). Le secteur privé joue à nouveau un rôle moteur alors que la demande publique diminue (graphique 21).

**Graphique 21 : Croissance du PIB réel et contribution à la croissance du PIB par poste  
(1991-2001, 2002-2007, 2007-2009)**



Source : ESRI, 1991-2001 : base 1995 SNA 93, 2002-2009 : base 2005, indice chaîné, mars 2012. Le taux de croissance du PIB est le taux de croissance annuel moyen.

Pendant la période 2008-2012, on distingue trois phases distinctes. Elle commence par la crise de 2008-2009, marquée par la chute des exportations, la contraction de l'investissement privé et de la consommation, l'Etat apportant une contribution positive à la croissance en 2009 sans toutefois pouvoir éviter le fort repli de cette dernière. Ensuite, la reprise 2010 est tirée par les exportations et la consommation privée, accompagnée par l'augmentation des dépenses publiques qui compense la faiblesse des investissements des entreprises. Enfin, en 2011, les dépenses de consommation publique sont le seul élément d'entraînement de la demande alors que la montée des importations énergétiques impacte négativement la croissance. Ainsi pendant cette période, marquée par deux crises profondes, les dépenses publiques tendent à prendre le relais des dépenses privées défaillantes pour contenir la baisse du niveau de demande agrégée.

L'économiste Richard Koo a développé, dès 2003, la thèse que le Japon traversait un type inédit de récession, une « récession de bilans » où l'actif du bilan des entreprises était devenu inférieur au passif suite à l'éclatement des bulles spéculatives boursière et immobilière du début des années 1990. Les firmes n'avaient alors eu d'autre choix que de se désendetter pour éviter la faillite. Malgré des taux d'intérêt proches de 0% à partir de 1995, comme il n'y avait plus d'emprunteurs et que les agents se désendettaient, l'économie était vouée à une

contraction du style de celle des années 1930 aux Etats-Unis. Selon sa thèse, grâce à la croissance de l'endettement public, l'économie nipponne est parvenue à éviter une contraction catastrophique. De son côté, Patrick Artus (2009) a insisté sur la substitution durable de la dette publique à la dette privée au Japon. Pour Munevar (2011), le caractère de substitution est d'autant plus flagrant que le niveau de la dette totale japonaise en 1990 et en 2007 est resté sensiblement le même alors que la structure interne de la dette a complètement changé : la montée de la dette publique a compensé la chute de la dette privée (graphique 21).

**Graphique 22 : Evolution des dettes privée et publique au Japon**

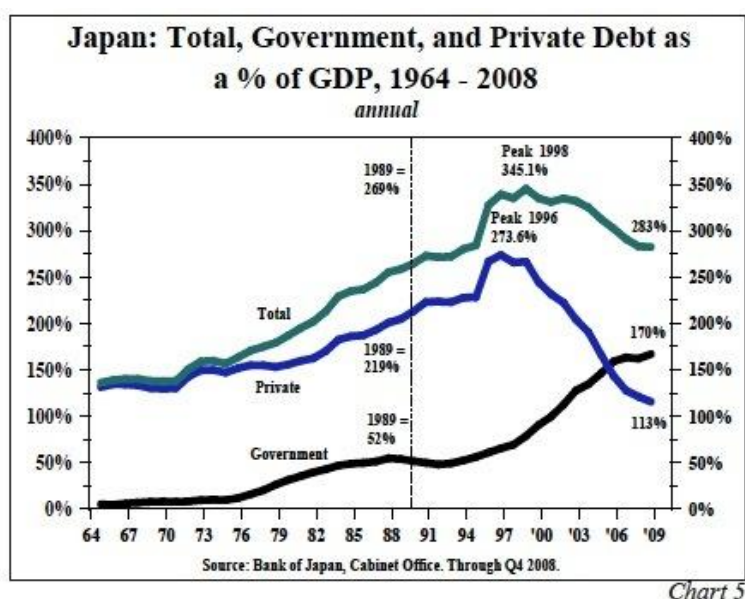


Chart 5

Au total, si les dépenses publiques n'ont pas permis de stabiliser la croissance à long terme, compte tenu de la dépendance aux exportations de l'Archipel et du triple choc imprévisible du 11 mars 2011, elles n'en ont pas moins contribué à maintenir une croissance réelle moyenne positive pendant la crise 1992-2002 et un taux de chômage relativement peu élevé puisque son pic n'a été que de 5,6% en 2002<sup>24</sup>.

Outre son rôle de soutien à la demande agrégée de l'économie, le déficit public génère également des débouchés pour l'épargne du secteur privé via les obligations d'Etat. Par exemple, ces dernières sont passées de 4,3% des actifs des banques domestiques en 1999 à 20% fin 2011<sup>25</sup>.

<sup>24</sup> Taux de chômage des 15-64 ans. Source : MIC, Statistics Bureau.

<sup>25</sup> Source BOJ, *Financial institution account statistics* (séries à partir de 1999), domestic licensed banks.

## CONCLUSION

Au début des années 1990, l'explosion des bulles spéculatives boursière et immobilière a bouleversé la dynamique des dépenses privées au Japon, puis s'est accompagnée d'une progression rapide de la dette publique. Si l'expérience japonaise des années 1990 est longtemps apparue comme spécifique, la crise financière 2007-2009 et ses conséquences sur le système bancaire européen, puis sur l'économie mondiale ainsi que la montée des dettes publiques tant américaines qu'européennes lui a soudain donné un caractère d'actualité. Par la suite, le niveau exceptionnellement élevé de la dette publique nippone sans retombées négatives sur l'économie, sans application de politiques de rigueur notables et sans pression externe des marchés ont conduit à s'interroger sur les leçons à tirer de l'expérience pionnière japonaise.

Tout d'abord, en dépit d'un désendettement net des entreprises de 30 trillions de yen (6% du PIB) entre 1995 et 2005, le PIB nominal japonais s'est peu contracté et le PIB réel a progressé de près de 1% par an grâce au soutien stabilisateur de la demande publique. Ensuite, l'exemple du Japon montre qu'une dette publique très élevée est soutenable dans la mesure où la maîtrise de cette dette est préservée grâce à sa détention par les résidents, notamment par des institutions financières publiques. Il nous enseigne également l'atout majeur qu'a constitué la faiblesse des taux d'intérêt des obligations d'Etat dans le freinage de la progression de l'endettement. Par ailleurs, le cas du Japon illustre bien le rôle prépondérant joué par l'affaiblissement des recettes, et non l'explosion des dépenses, dans la montée de l'endettement public. De plus, plusieurs décennies de politiques fiscales favorables à l'allègement de l'imposition directe, parallèlement au maintien d'une faible TVA, ont contribué à affaiblir les finances publiques.

La stabilisation de la dette dans un contexte de vieillissement accéléré pose des défis particuliers auxquels seront confrontés de nombreux pays dans l'avenir. Au Japon, la population active a commencé se contracter depuis 1999 et la population totale depuis 2009<sup>26</sup>. Ce phénomène risque de peser de plus en plus sur la croissance et donc sur les rentrées fiscales. De plus, selon la théorie du cycle de vie, l'épargne devrait fortement diminuer ; ce qui conduira à une baisse des excédents courants dans la mesure où les investissements se contracteraient moins vite que l'épargne. La balance courante est impactée, de surcroît, par la forte augmentation des importations énergétiques depuis l'accident nucléaire de Fukushima

---

<sup>26</sup> Statistiques du National Institute of Population and Social Security Research.

en 2011 ainsi que par le ralentissement du commerce mondial lié à la crise européenne, au manque de vigueur de l'économie américaine et au ralentissement des émergents.

Les dernières prévisions gouvernementales (METI, June 2012) prévoient que, si le déclin actuel de l'économie nipponne n'est pas enrayé, un déficit courant pourrait apparaître dès 2017-2018 et le stock d'actifs financiers nets des ménages pourrait devenir inférieur au stock de dette publique au début des années 2020. Cette situation aurait de lourdes conséquences sur les marges de manœuvre budgétaire japonaise puisque non seulement la confiance des investisseurs nationaux serait érodée mais surtout la progression des investisseurs étrangers dans le secteur des obligations d'Etat deviendrait inévitable. Les taux d'intérêt sur la dette souveraine augmenteraient inexorablement...

Pourtant, ces prévisions pourraient ne pas se réaliser. D'une part, une nouvelle politique de dynamisation de l'économie se dessine (Cabinet Office, 2012). Le développement de quatre secteurs clefs : industries vertes, santé, agriculture et PME pourrait permettre d'initier un cercle vertueux de stimulation de la demande latente japonaise et de la demande mondiale. D'autre part, le vieillissement accéléré de la population nipponne pourrait se traduire par une diminution des investissements des ménages et des entreprises qui préserverait l'excédent d'épargne domestique (Artus, 2012).

Le Japon a expérimenté plus de quinze ans avant les autres pays une situation de déflation de bilan des entreprises et de désendettement des acteurs privés. Il a su innover tant en termes de politique monétaire de taux zéro et d'assouplissement quantitatif qu'en termes de maintien du soutien de la demande publique à l'économie malgré une dette colossale. Il montre aussi que les plans de relance n'ont peut-être pas été assez ambitieux en termes de sommes réellement injectées dans l'économie pour dynamiser suffisamment la demande domestique...

Le Japon doit trouver des solutions originales pour stabiliser sa dette alors que, fin 2011, l'encours des obligations d'Etat équivalait à seize années de recettes fiscales. Ce qui passe par une réforme de la fiscalité, mais également par celle du système de sécurité sociale<sup>27</sup> dont les dépenses augmentent d'un trillion de yen par an à cause du vieillissement. Le doublement de la TVA d'ici 2015<sup>28</sup> constitue une première piste de financement mais il faudra aller plus loin dans les réformes pour assainir les finances publiques tout en maintenant des filets de solidarité intergénérationnels indispensables à la cohésion sociale.

---

<sup>27</sup> Dans le budget 2012, 55% des dépenses générales (dépenses hors service de la dette et allocations aux collectivités territoriales) sont des dépenses de sécurité sociale, soit 28 trillions de yen.

<sup>28</sup> "DJ : Japan Parliament Passes Sales Tax Hike Bill", Nikkei.com, August 10, 2012.  
<http://e.nikkei.com/e/fr/tnks/Nni20120810D10JF816.htm> .

**BIBLIOGRAPHIE**

ARTUS PATRICK (2009), Que se passe-t-il si seule la demande publique peut augmenter?, *Flash Natixis* n°432, 25 septembre.

ARTUS PATRICK (2012), L'exemple du Japon montre qu'un pays peut avoir une dette publique énorme, *Flash Natixis* n°222, 22 mars

BARRO ROBERT (1974), Are Government Bonds Net Wealth? , *Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), p. 1095-1118.

BRÜKNER MARCUS, TULADHAR ANITA (2010), Public Investment as a Fiscal Stimulus: Evidence from Japan's Regional Spending During the 1990s? , *IMF Working Paper*, IMF WP/10/110, April.

CABINET OFFICE (2006), Basic policies for economic and fiscal management and structural reform, *Keizai shimon*, August [http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/english/publication/pdf/060802\\_basic\\_policies\\_summary.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/english/publication/pdf/060802_basic_policies_summary.pdf)

COUDERT VIRGINIE, GEX MATHIEU (2011), The interactions between the CDS and the Bond Markets in Financial Turmoil", *CEPII Working Paper* n°2011-02, February.

DOI TAKERO (2004), A Missing Link in Decentralization Reform in Japan: Trinity Reform Package, Policy Research Institute, Ministry of Finance, *PRI Discussion Papers Series* n°04A-08,

DORE RONALD (1993), Japanese capitalism, Anglo-saxon capitalism: How will the Darwinian contest turn out? , Centre for Economic Performance, London School of Economics, *Occasional Paper* n° 4.

DOURILLE-FEER EVELYNE (2005), L'économie du Japon, Collection Repères, Editions La Découverte.

HAI KOICHI (1997), The urgency of fiscal reform, *NLI Research Institute*. <http://www.nli-research.co.jp/english/economics/1997/eco9712.html>

HOSHI TAKEO, KASHYAP ANYL (2011), Why did Japan stop growing? *NIRA Report*, January 21. [http://www.nira.or.jp/pdf/1002english\\_report.pdf](http://www.nira.or.jp/pdf/1002english_report.pdf)

IHORI TOSHIHIRO, NAKAZATO TORU, KAWADE MASAMI (2002), Japan's fiscal policies in the 1990's, *Financial Review* vol 63, July.

IMF (2011), Japan sustainability report, *IMF staff report*, *G 20* n°8, November. <http://www.imf.org/external/np/country/2011/mapjapanpdf.pdf>

IMROHOROGLU SELAHATTIN, SUDO NAO (2011), Will a Growth Miracle Reduce Debt in Japan? , *IMES Discussion Paper*, No. 2011-E-1, IMES. <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/11-E-01.pdf>

ITO TAKATOSHI (2009), Effectiveness of Fiscal Policy, the case of Japan: Fresh water, salt water and real water. <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng//2009/jpn/pdf/ito.pdf>

KEEN MICHAEL, PRADHAN MAHMOOD, KANG KENNETH, DE MOOIJ RUUD (2011), Raising the Consumption Tax in Japan: Why, When, How, *IMF Staff Discussion Note*, SDN 11/13, June 16.

KOO RICHARD C. (2003), *Balance Sheet Recession: Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd, Singapore.

KRUGMAN PAUL (1998), It's baaack: Japan slump and the return to the liquidity trap, *Brooking paper on economic activity*, n°2.

KUTTNER KENNETH N., POSEN ADAM S. (2002), Passive savers and fiscal policy effectiveness in Japan, *Institute for International Economics publication*.

<http://www.iie.com/publications/wp/02-2.pdf>

KUWAHARA MASAKI (2011), The JGB mystery, *data*, Economic Research Department, Nomura Securities, November 7.

[http://www.nomurafoundation.or.jp/data/20111107\\_Masaki\\_Kuwahara-PPT.pdf](http://www.nomurafoundation.or.jp/data/20111107_Masaki_Kuwahara-PPT.pdf)

LAM RAPHAEL W., TOKUOKA KIICHI (2011), Assessing the Risks to the Japanese Government Bond (JGB) Market, *IMF Working Paper*, WP/11/292.

LEE HO CHUL, YASSOUF SHAHID, KIKUCHI AKIFUMI (2003), Reviving Japan's Economy: A suggestion for a consumption driven policy, *PRI Discussion Paper*, N°0 3A-02, March.

LUI LILLIAN (1987), Social Security Reforms in Japan, *Social Security Bulletin*, Vol. 50, No. 8, August <http://www.ssa.gov/policy/docs/ssb/v50n8/v50n8p29.pdf>

MCKIBBIN WARWICK J. (1996), The macroeconomic experience of Japan since 1990: AN empirical investigation, Economics Department, Research School of Pacific and Asian Studies, Australian National University, *mimeo*

METI (2012), Vision of Economic Society, Maturity and diversity, New Industrial Structure Committee of the Industrial Structure Council, *Report summary*, June

[http://www.meti.go.jp/english/press/2012/pdf/0615\\_02a.pdf](http://www.meti.go.jp/english/press/2012/pdf/0615_02a.pdf)

MINISTRY OF FINANCE (2011), *Japanese Public Finance Fact Sheet*.

<http://www.mof.go.jp/english/budget/budget/fy2011/factsheet.pdf>

MINISTRY OF FINANCE (2010), *Comprehensive Handbook of Japanese Taxes 2010*.

[http://www.mof.go.jp/english/tax\\_policy/publication/taxes2010e/taxes2010e\\_k.pdf](http://www.mof.go.jp/english/tax_policy/publication/taxes2010e/taxes2010e_k.pdf)

MINISTRY OF FINANCE (2010), Fiscal and monetary Policies of Japan, Institute of Fiscal and Monetary Policy, *Office of Historical Studies*, April.

[http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/policy\\_1945-1971/Contents\\_List\\_of\\_Tables1945-1971.pdf](http://www.mof.go.jp/english/pri/publication/policy_1945-1971/Contents_List_of_Tables1945-1971.pdf)

MINISTRY OF FINANCE (2004), *Understanding the Japanese budget*, Government of Japan, Budget Bureau.

MINSKY HYMAN (2008), *Stabilizing an Unstable Economy*, New York, McGraw-Hill, (première publication 1986, Yale University Press).



MIYAZAKI MASATO (2006), Framework for fiscal consolidation success and failures in Japan, *OECD Journal on budgeting*.

MORIGUCHI CHIAKI, SAEZ EMMANUEL (2007), The Evolution of Income Concentration in Japan, 1886-2005: Evidence from Income Tax Statistics, *Berkeley & NBER*, July. <http://elsa.berkeley.edu/~saez/moriguchi-saezRESTAT07japan.pdf>

MUNEVAR DANIEL (2011), Le Japon entre stagnation et dette colossale, *CADTM*, 27 juin.

MURRAY JUSTIN, LABONTE MARC (2010), Foreign Holdings of Federal Debt, *CRS Report for Congress*, Congressional Research service, 7-5700, March 24.

NAKAGAWA M. (2009), Note on Stimulus Packages in Japan Since 1990s, *unpublished paper*, International Monetary Fund.

NOHARA HIROATSU (2007), La novation de l'économie politique au Japon, *Revue de la régulation: Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*. Version électronique N°1, Juin. <http://hal.inria.fr/docs/00/39/17/49/PDF/koizumi-regulation.pdf>

OCDE (2011), *Perspectives économiques*, Décembre.

PIGEOON MARC-ANDRÉ (2000), It happened, but Not Again, A Minskian Analysis of Japan's Lost Decade, *Working Paper n°303*, Jerome Levy Economic Institute, June.

POSEN ADAM S. (1998), *Restoring Japan Economic Growth* (Chapter 2: Fiscal Policy Works When It Is Tried), IIE. [http://www.piie.com/publications/chapters\\_preview/35/2iie2628.pdf](http://www.piie.com/publications/chapters_preview/35/2iie2628.pdf)

SHINO JUNNOSUKE AND TAKAHASHI KOUJI (2010), Sovereign Credit Default Swaps: Market Developments and Factors behind Price Changes, *Bank of Japan Review*, April. [http://www.boj.or.jp/en/research/wps\\_rev/rev\\_2010/data/rev10e02.pdf](http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2010/data/rev10e02.pdf)

SHIRAIISHI SEIJI (2010), Japan's Current Account Surplus Looks Sustainable for Many More Years, *Global research*, HSBC, 8 December.

TANAKA Hideaki, KITANO Yuichiro, (2002), Macro-economic effects of fiscal policies in OECD countries, *Financial Review* vol 63, July

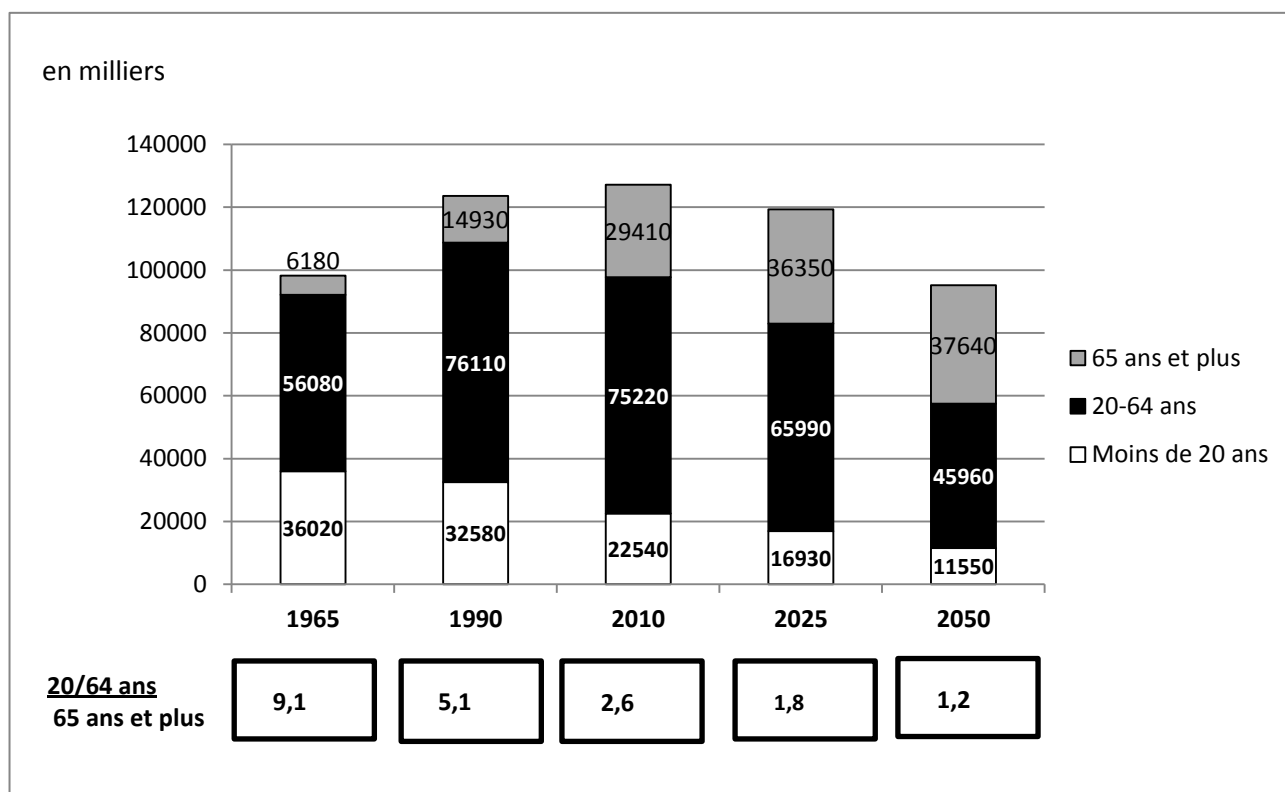
WASILEWSKI LUIS FERNANDO (2005), Economic Analysis of the Japanese Income Tax, Yokohama National University, December. <http://www.receita.fazenda.gov.br/Publico/estudotributarios/TrabAcademicos/Textos/WasilewskiEconomicAnalysisoftheJapaneseIndividualIncomeTax.pdf>

WASILEWSKI LUIS FERNANDO (2000), The economic development and taxation system: a comparative study of Brazil and Japan, Yokohama National University. <http://www.receita.fazenda.gov.br/Publico/estudotributarios/TrabAcademicos/Textos/WasilewskiTheEconomicDevelopmentandTaxationSystemAComparativeStudyofBrazilandJapan.pdf>

YOSHINO NAOYUKI (2008), Bond Market Development in Japan, *Mimeo*, United Nations Economic and Social Commission for Asia and the Pacific. [http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/3\\_bond\\_Japan.pdf](http://www.unescap.org/pdd/projects/bondmkt/3_bond_Japan.pdf)

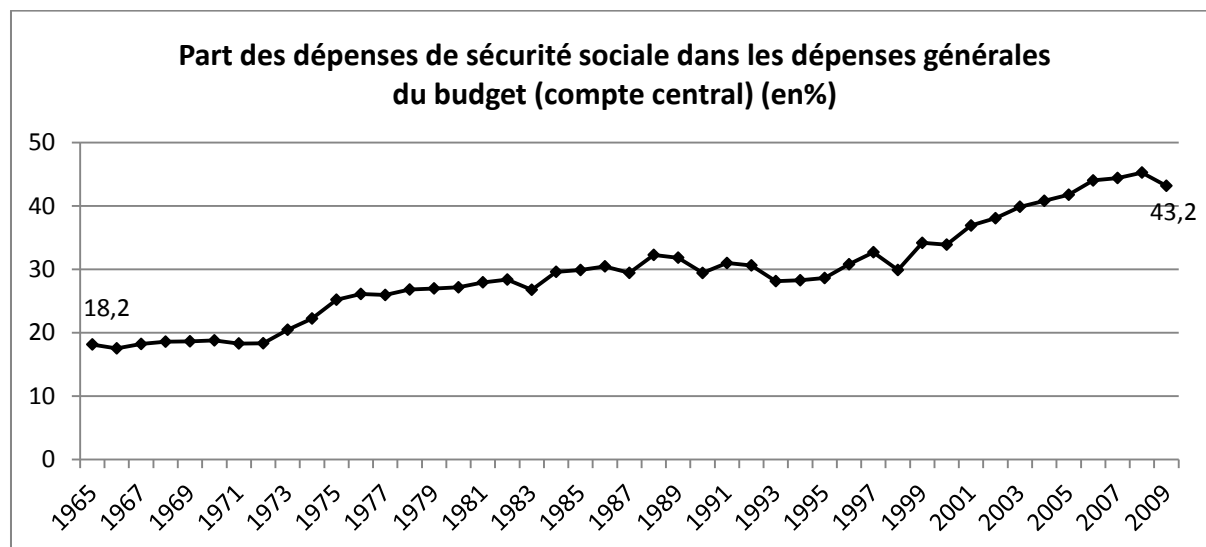
## ANNEXE 1 : VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION AU JAPON ET SECURITE SOCIALE

## Evolution de la population japonaise par tranche d'âge



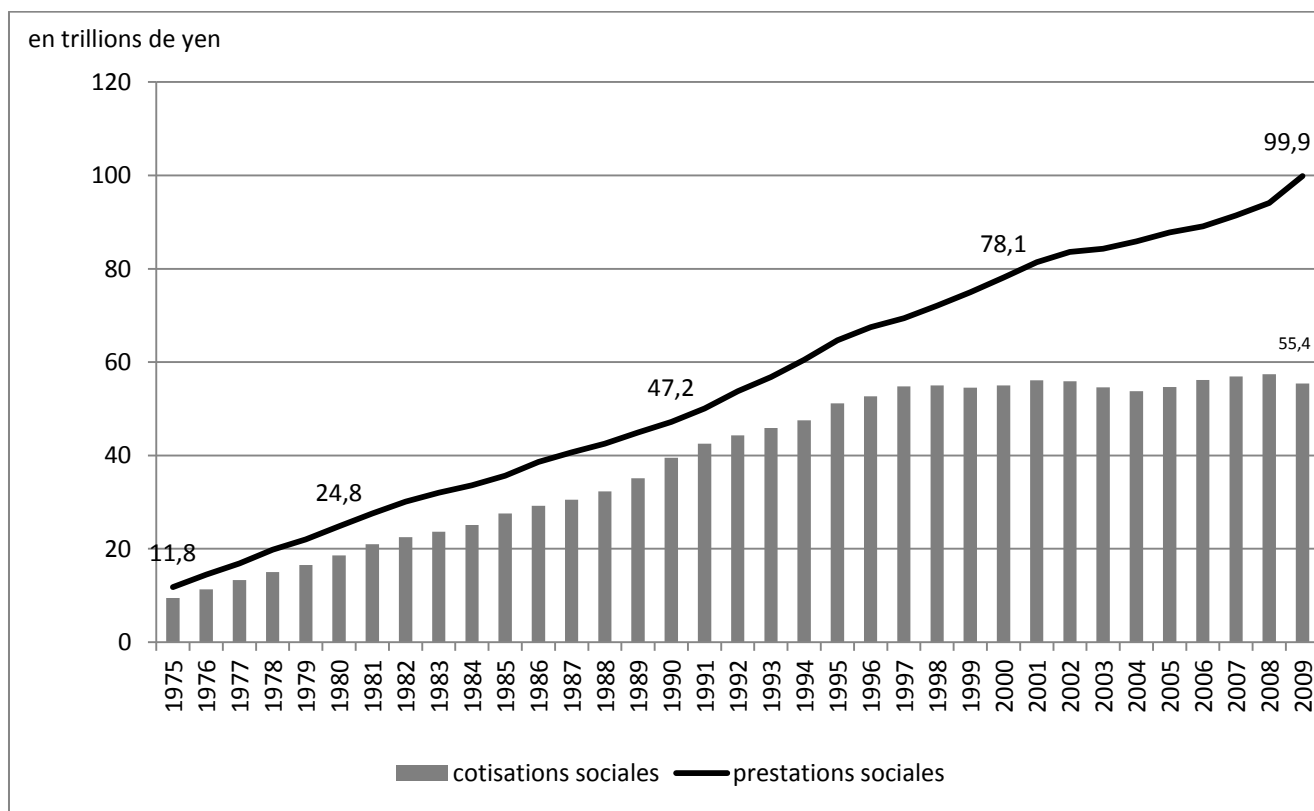
Source : MIC, National Census (1965-1990), population estimates (2010), NIPSSR, Japan Future 21 Demographic Projections : 2025, 2050.

## Evolution de la part des dépenses de sécurité sociale dans les dépenses générales (1965-2009)



Source : Budget Statistics, Ministry of Finance, Japan.

## Evolution des cotisations et des prestations sociales au Japon de 1975 à 2009



Source : National Institute for Population and Social Security Research, "The cost of social security 2009".

## ANNEXE 2 : LE SYSTEME BUDGETAIRE ET LES DEPENSES DU FILP\* AU JAPON

## Les 3 budgets de l'administration centrale en 2011 :

Budget du Compte général	Budget des Comptes spéciaux	Budget des Agences publiques affiliées
<p><b>Recettes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>Impôts, taxes</u></li> <li>➤ <u>Autres revenus</u></li> <li>➤ <u>Obligations d'Etat</u></li> </ul> <p><b>Dépenses</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>Dépenses générales</u></li> <li>• Sécurité sociale</li> <li>• Travaux publics</li> <li>• Education et sciences</li> <li>• Défense nationale</li> <li>• Autres</li> <li>➤ <u>Allocations aux collectivités territoriales</u></li> <li>➤ <u>Service de la dette</u></li> </ul>	<p><b>17 comptes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Allocations fiscales aux collectivités locales</li> <li>➤ Réassurance du tremblement de terre</li> <li>➤ Fonds de consolidation de la dette</li> <li>➤ Prêts et investissement publics (fiscal loan programme)</li> <li>➤ Réserves de change</li> <li>➤ Politique énergétique</li> <li>➤ Assurance emploi</li> <li>➤ Pensions de retraite</li> <li>➤ Fonds alimentaire</li> <li>➤ Aide mutuelle agriculture</li> <li>➤ Assurance forêts</li> <li>➤ Projets forestiers nationaux</li> <li>➤ Aide mutuelle pêche</li> <li>➤ Réassurance commerce</li> <li>➤ Brevets</li> <li>➤ Infrastructures</li> <li>➤ Sécurité routière</li> </ul>	<p><b>Agences publiques financières affiliées dont :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Japan Finance Corporation</li> <li>➤ Okinawa Development Finance Corporation</li> <li>➤ Japan International Cooperation Agency (section d'aide aux prêts)</li> <li>➤ Japan Foundation</li> <li>➤ Council of Local Authorities for International Relations (CLAIR)</li> </ul>

(\* FILP : Fiscal Investment and Loan Programme)

## Budget des collectivités territoriales

<p><b>Recettes</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Taxes locales</li> <li>➤ Transfert fiscal du Compte général</li> <li>➤ Débours du Trésor Public</li> <li>➤ Obligations des collectivités locales</li> </ul>
---

<p><b>Dépenses</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Administration générale</li> <li>➤ Protection sociale</li> <li>➤ Emploi</li> <li>➤ Sécurité sanitaire</li> <li>➤ Travaux de génie civil</li> <li>➤ Education</li> </ul>
---

Source : ministère des Finances.

Note : Le compte général est communément appelé : le « budget ».

## Exemple des dépenses des différents budgets initiaux et du FILP en 2010

en trillions de yen

2010 (1)	Budget national						FILP
	Budget de l'Administration centrale				Budget Col. territoriales	Budgets consolidés	Programmes FILP
	Budget du Compte général (A)	Budget des comptes spéciaux (B)	Agences Publiques affiliées (C)	Sous-total net (2) (A+B+C)	Collectivités Locales (D)	Budgets national et local (2) (A à D)	FILP
<b>Dépenses</b>	92,299	367,074	3,135	217,764	82,127	268,328	18,357

Source : Ministry of Finance.

Note : (1) Année fiscale : avril 2010-fin mars 2011, budgets initiaux. (2) Hors duplications entre les budgets.

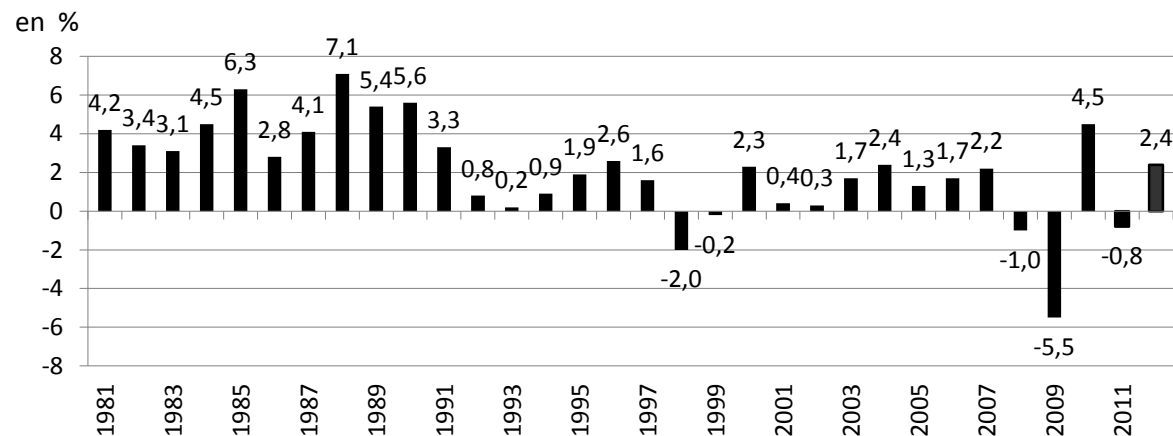
## Evolution du budget de l'administration centrale (1995-2009)

en trillions de yen	Compte général	Compte spéciaux	Total net (1)	Agences Publiques affiliées
<b>Recettes (2)</b>				
<b>1995 (3)</b>	80,557	267,814	<b>193,858</b>	7,657
<b>2000</b>	93,361	341,146	<b>234,670</b>	7,019
<b>2005</b>	89,000	452,141	<b>283,202</b>	4,710
<b>2007</b>	84,553	395,920	<b>247,230</b>	2,604
<b>2008</b>	89,208	387,740	<b>235,971</b>	1,825
<b>2009</b>	107,114	377,893	<b>246,280</b>	1,277
<b>Dépenses</b>				
1995	75,939	232,466	155,325	7,536
2000	89,321	305,776	199,466	6,988
2005	85,520	401,184	230,183	4,103
2007	81,843	353,283	203,515	2,065
2008	84,697	359,198	204,781	1,785
2009	100,973	348,060	212,710	1,530

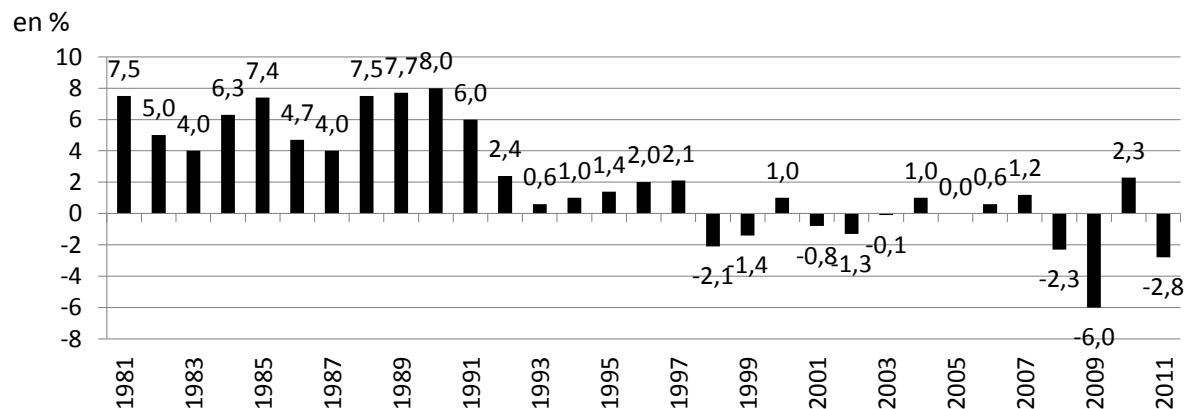
Source : Ministry of Finance. Compte général : budgets finaux. (1) Total net éliminant les duplications entre les différents comptes. (2) Dans les recettes, les nouvelles émissions d'obligations d'Etat sont comptabilisées. Les excédents de recettes du Compte général sont reportés l'année suivante. (3) En années fiscales.

**ANNEXE 3 : TAUX DE CROISSANCE DU PIB REEL ET NOMINAL AU JAPON (1981-2011)**

A) PIB réel

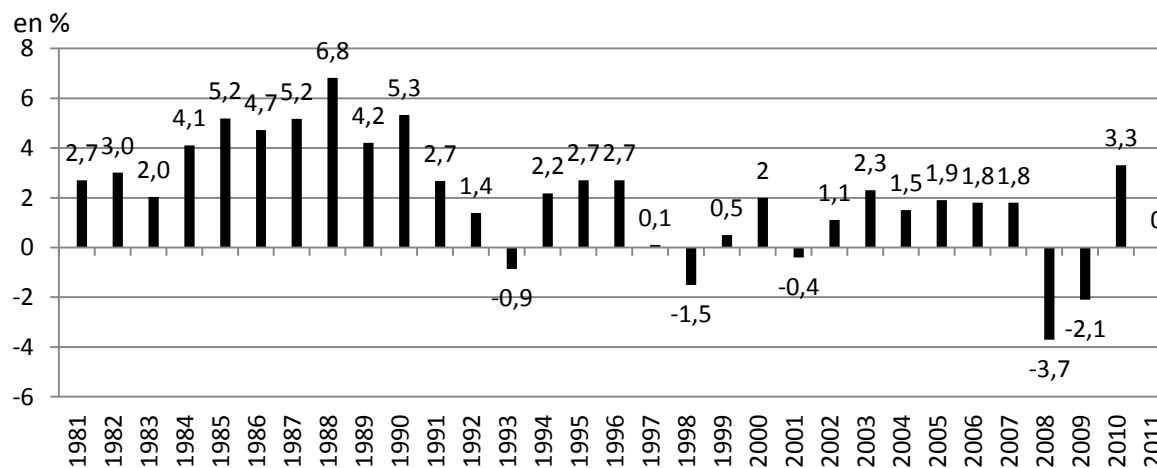


PIB nominal

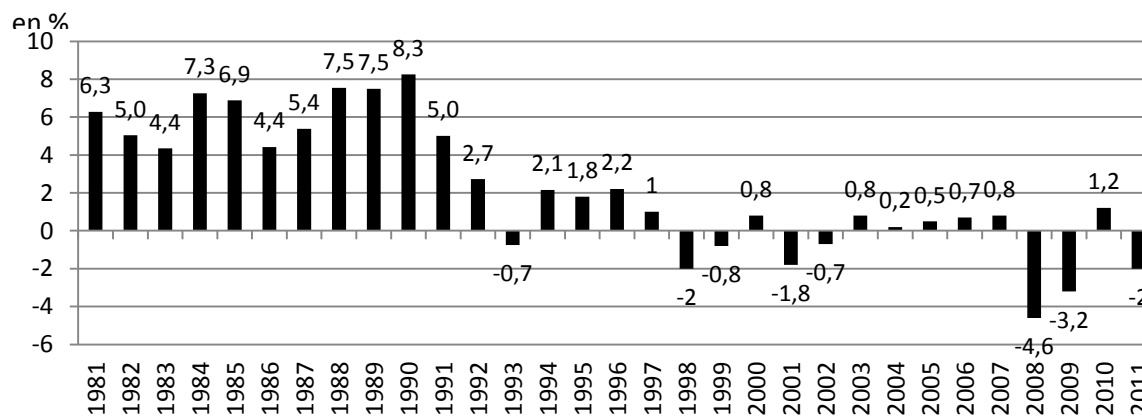


Source : ESRI, SNA, août 2012 (PIB réel : indice chaîné 2000 :1981-1994, chaîné 2005 :1995-2001, 2012 : estimation PIB réel, juillet 2012 FMI., années calendaires

B) PIB réel (fiscal)



PIB nominal (fiscal)



Source : ESRI, SNA, août 2012 (PIB réel : indice chaîné 2000 : 1981-1994, chaîné 2005 : 1995-2011. années fiscales

**ANNEXE 4 : TAUX D'IMPOSITION SUR LES REVENUS (1950 A 2010)****Taux d'imposition effectif pour une famille de 5 personnes en 1950 et 1960**

Année	Revenu annuel (yen)	Revenu annuel / revenu par tête (1)	Taux d'imposition effectif
<b>1950</b>	150000	2,62	7,33%
	500000	8,75	32,70%
	1000000	17,50	43,33%
<b>1960</b>	450000	2,62	2,20%
	1500000	8,75	16,08%
	3000000	17,50	25,08%

Source : Fujita 1966, Statistics Bureau, Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications in Luis Fernando Wasilewski, *Economic analysis of the Japanese income tax*, Yokohama, December 2005.

Note②1) Il s'agit du revenu moyen par tête. Les statistiques du PIB étant manquantes dans les séries du Statistics Bureau pour l'année 1950, la relation revenu annuel/revenu par tête 1950 est basée sur l'hypothèse de Fujita (1966) que les revenus par tête de 1960 avaient triplé par rapport à 1950.

**Taux d'imposition après la réforme de 1988**

Revenu imposable (millions de yen)	Taux d'imposition	Limite supérieure de la tranche d'impôts / revenu par tête (1)
Jusqu'à 3	10%	0,98
De 3 à 6	20%	1,97
De 6 à 10	30%	3,28
De 10 à 20	40%	6,56
Supérieur à 20	50%	-

Source : National Tax Agency in Luis Fernando Wasilewski, *Economic analysis of the Japanese income tax*, Yokohama, December 2005. (1) Estimation Wasilewski pour 1988.

**Taux d'imposition après la réforme de 1994**

Revenu imposable (millions de yen)	Taux d'imposition	Limite supérieure de la tranche d'impôts / revenu par tête (1)
Jusqu'à 3,3	10%	0,86
De 3,3 à 9	20%	2,35
De 9 à 18	30%	4,70
De 18 à 30	40%	7,84
Supérieur à 30	50%	-

Source : idem, (1) estimations Wasilewski pour 1994.



**Barèmes des impôts sur le revenu en 2010**

<b>Taux national d'imposition sur le revenu (IRPP)</b>	
Revenu imposable	Taux d'imposition
Moins de 1,95 million de yen	5%
De 1,95 à 3,3 millions de yen	10% du revenu imposable supérieur à 1,95 million de yen plus 97 500 yen.
De 3,3 à 6,95 millions de yen	20% du revenu imposable supérieur à 3,3 millions de yen plus 232 500 yen.
De 6,95 à 9 millions de yen	23% du revenu imposable supérieur à 6,95 millions de yen plus 962 500 yen.
De 9 à 18 millions de yen	33% du revenu imposable supérieur à 9 millions de yen plus 1 434 000 yen.
Plus de 18 millions de yen	40% du revenu imposable supérieur à 18 millions de yen plus 4 404 000 yen.
<b>Taux préfectoral d'imposition sur le revenu (IRPP)</b>	
Revenu imposable	Taux d'imposition
Toutes les tranches	4% du revenu imposable
<b>Taux municipal d'imposition sur le revenu (IRPP)</b>	
Revenu imposable	Taux d'imposition
Toutes les tranches	6% du revenu imposable
<b>Taux préfectoral d'imposition sur les entreprises (<i>travailleurs indépendants</i>)</b>	
Revenu imposable	Taux d'imposition
Toutes les tranches	3% à 5% selon les catégories d'entreprises

Source : ministère des Finances in <http://www.japan-guide.com/e/e2206.html>.

**ANNEXE 5 : RICHESSE NETTE DU SECTEUR PRIVE AU JAPON EN 2008 ET 2009**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>
richesse nette des entreprises privées non financières (milliards de yen)	608917,5	598892,8
richesse nette ménages (milliards de yen)	2054478,3	2039043
PIB (milliards de yen)	492066	474036
richesse nette ménages (en % du PIB)	418	430
richesse nette des entreprises privées non financières (en % du PIB)	124	126
richesse nette privée (en% du PIB)	541	556
actifs financiers nets des ménages (milliards de yen)	1136243,6	1054192,5
actifs financiers nets des ménages (en % du PIB)	214	230

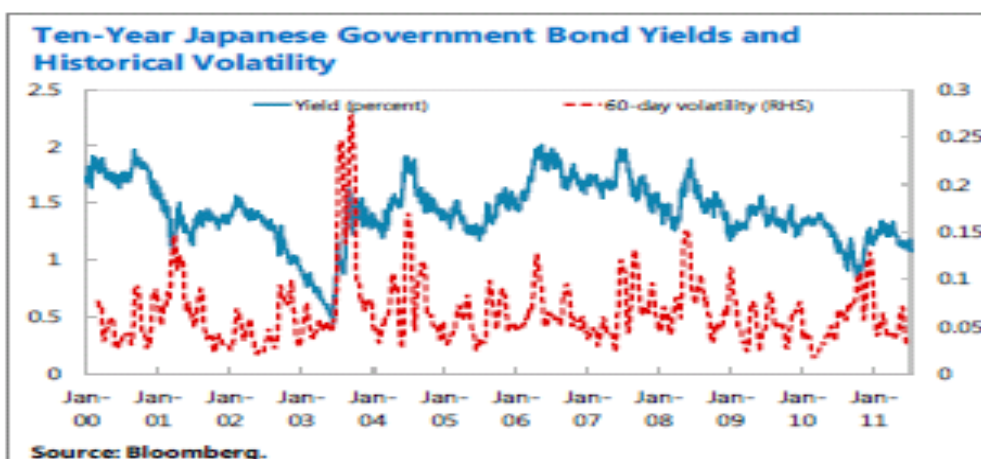
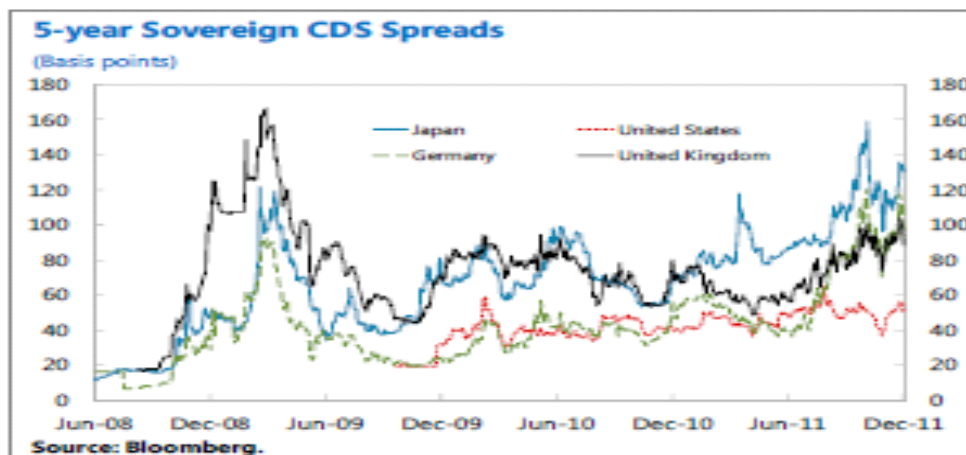
Source : ESRI, Comptabilité nationale.

**ANNEXE 6: TAUX D'INTERET DES JGB**

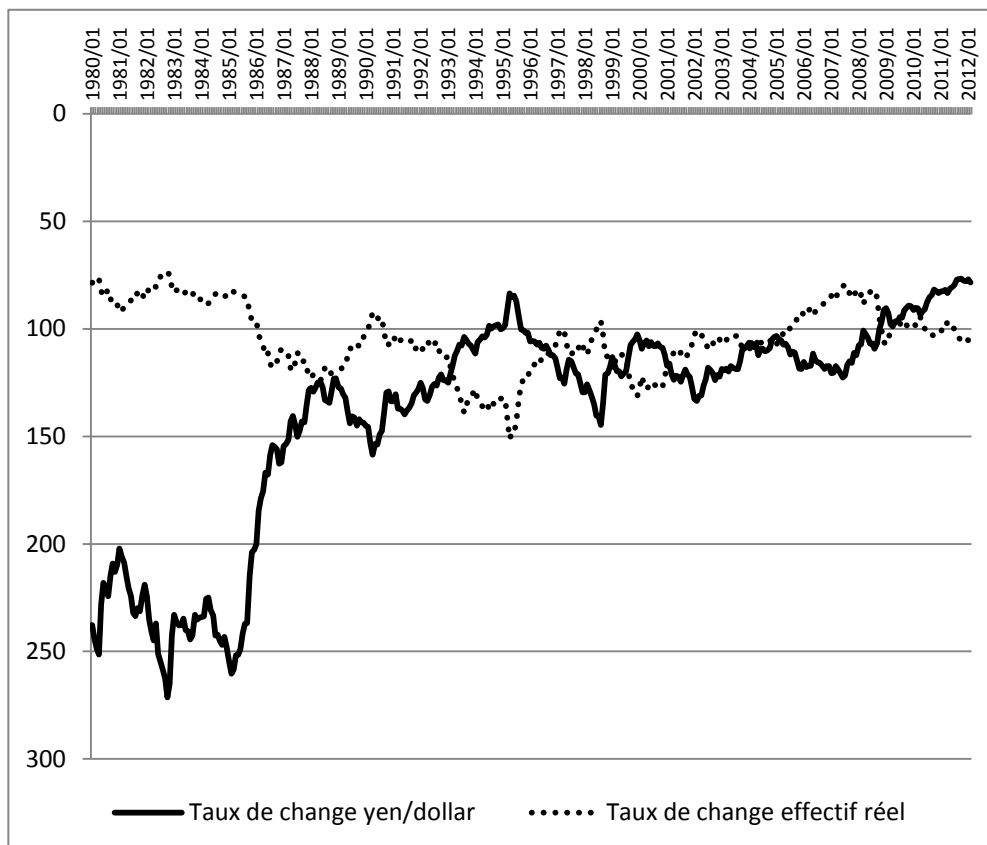


Source: FMI, WP 11/292.

**Spread des CDS des JGB à 5 ans et volatilité des JGB à 10 ans**



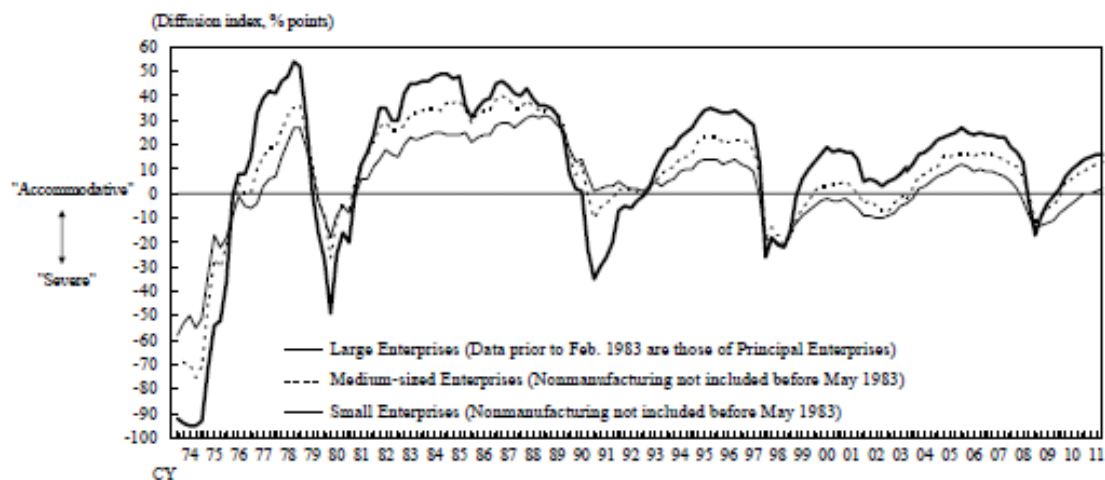
### ANNEXE 7 : EVOLUTION DU YEN : TAUX DE CHANGE YEN / \$ ET TAUX DE CHANGE EFFECTIF REEL



Source : Banque du Japon, statistiques mensuelles du taux de change yen/\$ et du taux de change effectif réel (mars 2012).

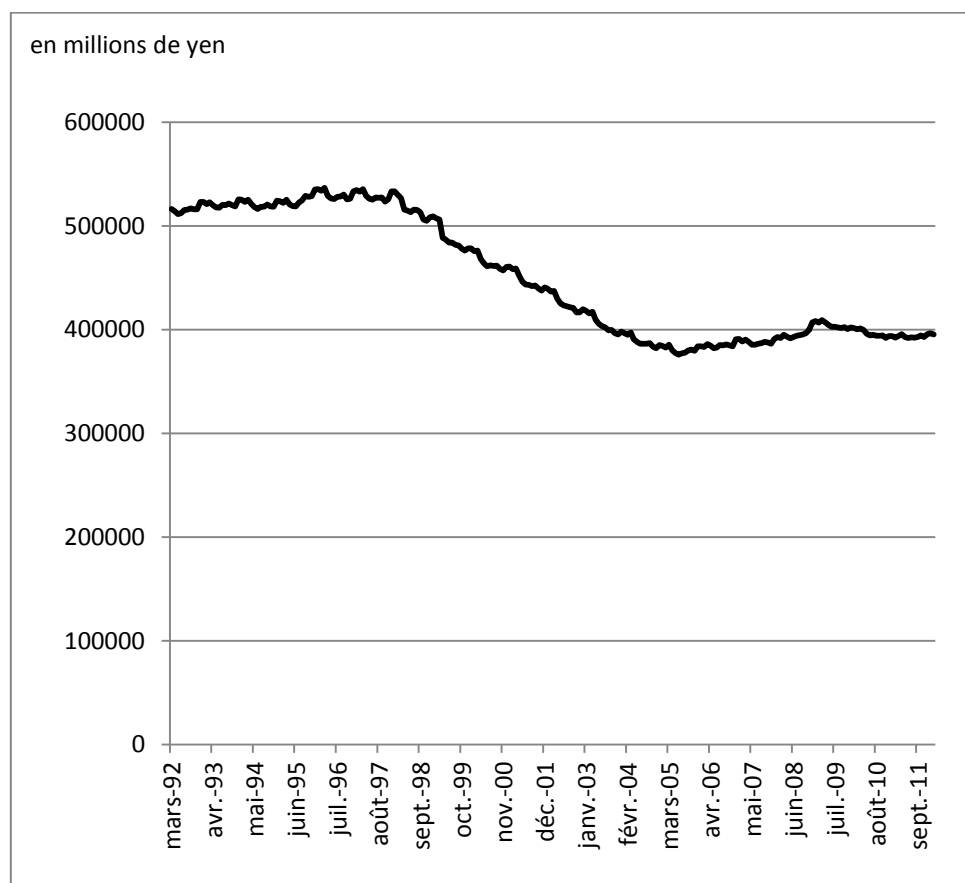
Note : taux de change effectif réel : 2010 = 100.

### ANNEXE 8 : ATTITUDE DES INSTITUTIONS FINANCIERES POUR L'OCTROI DE CREDITS AUX ENTREPRISES



Source : BOJ, Tankan, December 2011.

### Evolution du crédit bancaire

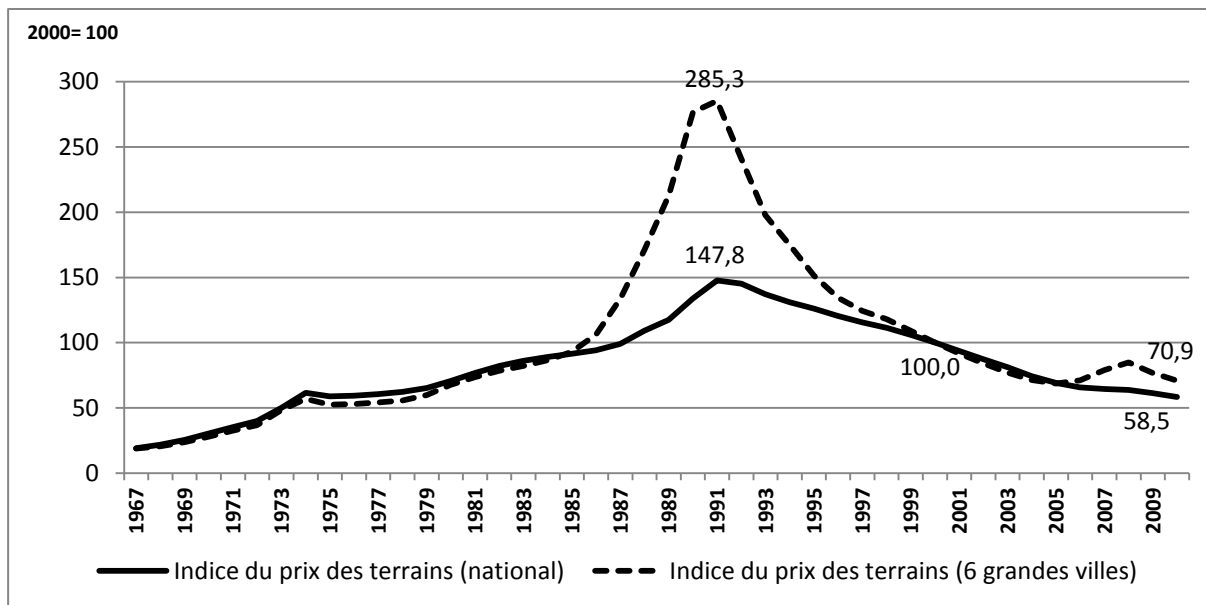


Source : Datastream, Bank of Japan.

Note: Crédit bancaire hors banques Shinkin en yen courant.

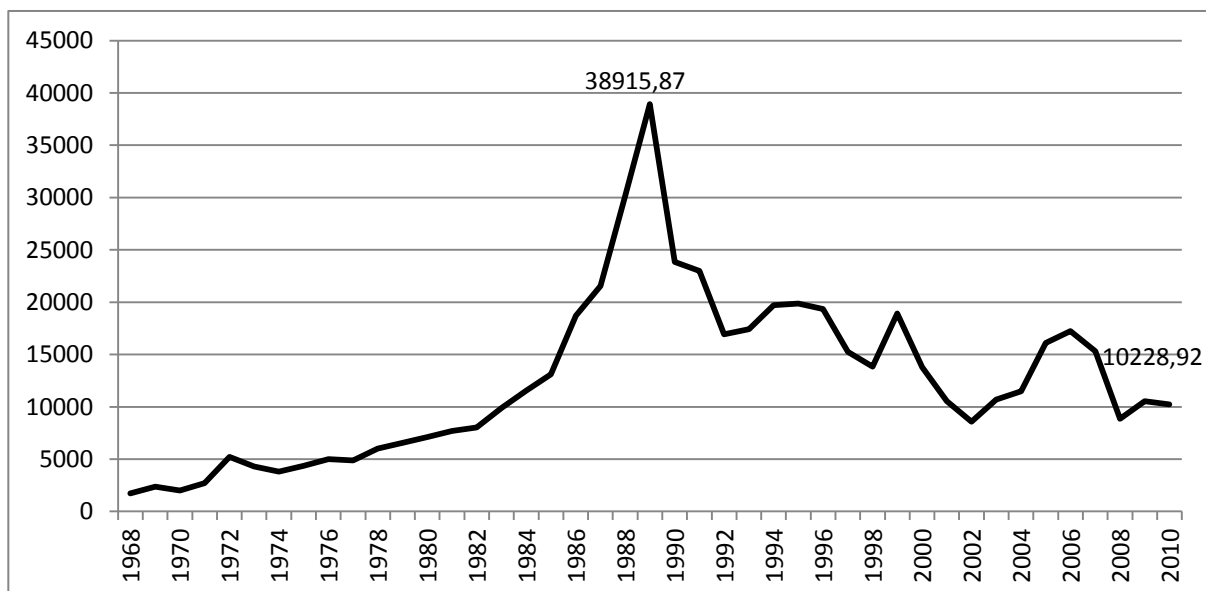
**ANNEXE 9 : EVOLUTION DE L'INDICE DES PRIX DES TERRAINS ET DE L'INDICE NIKKEI**

**Prix des terrains (national et 6 grandes villes) de 1967 à 2010**



Source : Japan Real Estate Institute.

**Evolution de l'indice Nikkei de 1968 à 2010**



Source : Statistics Bureau, Historical Statistics et Nikkei.net. Indice Nikkei 225.

## LISTE DES DOCUMENTS DE TRAVAIL DU CEPII

*Une liste complète est disponible sur le site du CEPII : [\\www.cepii.fr](http://www.cepii.fr).*

<i>N°</i>	<i>Titre</i>	<i>Auteurs</i>
<b>2012-28</b>	Invoicing Currency, Firm Size, and Hedging	J. Martin & I. Méjean
<b>2012-27</b>	Product Relatedness and Firm Exports in China	S. Poncet & F. Starosta de Waldemar
<b>2012-26</b>	Export Upgrading and Growth: the Prerequisite of Domestic Embeddedness	S. Poncet & F. Starosta de Waldemar
<b>2012-25</b>	Time to Ship During Financial Crises	N. Berman, J. de Sousa P. Martin & T. Mayer
<b>2012-24</b>	Foreign Ownership Wage Premium: Does financial Health Matter?	M. Bas
<b>2012-23</b>	Tax Reform and Coordination in a Currency Union	B. Carton
<b>2012-22</b>	The Unequal Effects of Financial Development on Firms' Growth in India	M. Bas & A. Berthou
<b>2012-21</b>	Pegging Emerging Currencies in the Face of Dollar Swings	V. Coudert, C. Couharde & V. Mignon
<b>2012-20</b>	On the Links between Stock and Commodity Markets' Volatility	A. Creti, M. Joëts & V. Mignon
<b>2012-19</b>	European Export Performance, Angela Cheptea	A. Cheptea, L. Fontagné & S. Zignago
<b>2012-18</b>	The Few Leading the Many: Foreign Affiliates and Business Cycle Comovement	J. Kleinert, J. Martin & F. Toubal
<b>2012-17</b>	Native Language, Spoken Language, Translation and Trade	J. Melitz & F. Toubal

<i>N°</i>	<i>Titre</i>	<i>Auteurs</i>
<b>2012-16</b>	Assessing the Price-Raising Effect of Non-Tariff Measures in Africa	O.Cadot & J.Gourdon
<b>2012-15</b>	International Migration and Trade Agreements: the New Role of PTAs	G. Orefice
<b>2012-14</b>	Scanning the Ups and Downs of China's Trade Imbalances	F. Lemoine & D. Ünal
<b>2012-13</b>	Revisiting the Theory of Optimum Currency Areas: Is the CFA Franc Zone Sustainable?	C. Couharde, I. Coulibaly, D. Guerreiro & V. Mignon
<b>2012-12</b>	Macroeconomic Transmission of Eurozone Shocks to Emerging Economies	B. Erten
<b>2012-11</b>	The fiscal Impact of Immigration in France: a Generational Accounting Approach	X. Chojnicki
<b>2012-10</b>	MAcMap-HS6 2007, an Exhaustive and Consistent Measure of Applied Protection in 2007	H. Guimbard, S. Jean, M. Mimouni & X. Pichot
<b>2012-09</b>	Regional Integration and Natural Resources: Who Benefits? Evidence from MENA	C. Carrère, J. Gourdon & M. Olarreaga
<b>2012-08</b>	A Foreign Direct Investment Database for Global CGE Models	C. Gouël, H. Guimbard & D. Laborde
<b>2012-07</b>	On Currency Misalignments within the Euro Area	V. Coudert, C. Couharde & V. Mignon
<b>2012-06</b>	How Frequently Firms Export? Evidence from France	G. Békés, L. Fontagné, B. Muraközy & V. Vicard
<b>2012-05</b>	Fiscal Sustainability in the Presence of Systemic Banks: the Case of EU Countries	A. Bénassy-Quéré & G. Roussellet
<b>2012-04</b>	Low-Wage Countries' Competition, Reallocation across Firms and the Quality Content of Exports	J. Martin & I. Méjean



<i>N°</i>	<i>Titre</i>	<i>Auteurs</i>
<b>2012-03</b>	The Great Shift: Macroeconomic Projections for the World Economy at the 2050 Horizon	J. Fouré, A. Bénassy-Quéré & L. Fontagné
<b>2012-02</b>	The Discriminatory Effect of Domestic Regulations on International Services Trade: Evidence from Firm-Level Data	M. Crozet, E. Milet & D. Mirza
<b>2012-01</b>	Optimal food price stabilization in a small open developing country	C. Gouël & S. Jean
<b>2011-33</b>	Export Dynamics and Sales at Home	N. Berman, A. Berthou & J. Héricourt
<b>2011-32</b>	Entry on Difficult Export Markets by Chinese Domestic Firms: The Role of Foreign Export Spillovers	F. Mayneris & S. Poncet
<b>2011-31</b>	French Firms at the Conquest of Asian Markets: The Role of Export Spillovers	F. Mayneris & S. Poncet
<b>2011-30</b>	Environmental Policy and Trade Performance: Evidence from China	L. Hering & S. Poncet
<b>2011-29</b>	Immigration, Unemployment and GDP in the Host Country: Bootstrap Panel Granger Causality Analysis on OECD Countries	E. Boubtane D. Coulibaly & C. Rault
<b>2011-28</b>	Index Trading and Agricultural Commodity Prices: A Panel Granger Causality Analysis	G. Capelle-Blancard & D. Coulibaly
<b>2011-27</b>	The Impossible Trinity Revised: An Application to China	B. Carton
<b>2011-26</b>	Isolating the Network Effect of Immigrants on Trade	M. Aleksynska & G. Peri
<b>2011-25</b>	Notes on CEPII's Distances Measures: The GeoDist Database	T. Mayer & S. Zignago
<b>2011-24</b>	Estimations of Tariff Equivalents for the Services Sectors	L. Fontagné, A. Guillin & C. Mitaritonna

<i>N°</i>	<i>Titre</i>	<i>Auteurs</i>
<b>2011-23</b>	Economic Impact of Potential Outcome of the DDA	Y. Decreux & L. Fontagné
<b>2011-22</b>	More Bankers, more Growth? Evidence from OECD Countries	G. Capelle-Blancard & C. Labonne
<b>2011-21</b>	EMU, EU, Market Integration and Consumption Smoothing	A. Christev & J. Mélitz
<b>2011-20</b>	Real Time Data and Fiscal Policy Analysis	J. Cimadomo
<b>2011-19</b>	On the inclusion of the Chinese renminbi in the SDR basket	A. Bénassy-Quéré & D. Capelle
<b>2011-18</b>	Unilateral trade reform, Market Access and Foreign Competition: the Patterns of Multi-Product Exporters	M. Bas & P. Bombarda
<b>2011-17</b>	The “ Forward Premium Puzzle” and the Sovereign Default Risk	V. Coudert & V. Mignon
<b>2011-16</b>	Occupation-Education Mismatch of Immigrant Workers in Europe: Context and Policies	M. Aleksynska & A. Tritah
<b>2011-15</b>	Does Importing More Inputs Raise Exports? Firm Level Evidence from France	M. Bas & V. Strauss-Kahn
<b>2011-14</b>	Joint Estimates of Automatic and Discretionary Fiscal Policy: the OECD 1981-2003	J. Darby & J. Mélitz
<b>2011-13</b>	Immigration, vieillissement démographique et financement de la protection sociale : une évaluation par l'équilibre général calculable appliqué à la France	X. Chojnicki & L. Ragot
<b>2011-12</b>	The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter?	G. Capelle-Blancard & S. Monjon
<b>2011-11</b>	Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters	T. Mayer, M. Melitz & G. Ottaviano
<b>2011-10</b>	The Trade Unit Values Database	A. Berthou & C. Emlinger

<i>N°</i>	<i>Titre</i>	<i>Auteurs</i>
<b>2011-09</b>	Carbon Price Drivers: Phase I versus Phase II Equilibrium	A. Creti, P.-A. Jouvét & V. Mignon
<b>2011-08</b>	Rebalancing Growth in China: An International Perspective	A. Bénassy-Quéré, B. Carton & L. Gauvin
<b>2011-07</b>	Economic Integration in the EuroMed: Current Status and Review of Studies	J. Jarreau
<b>2011-06</b>	The Decision to Import Capital Goods in India: Firms' Financial Factors Matter	A. Berthou & M. Bas
<b>2011-05</b>	FDI from the South: the Role of Institutional Distance and Natural Resources	M. Aleksynska & O. Havrylchuk
<b>2011-04b</b>	What International Monetary System for a fast-changing World Economy?	A. Bénassy-Quéré & J. Pisani-Ferry
<b>2011-04a</b>	Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ?	A. Bénassy-Quéré & J. Pisani-Ferry
<b>2011-03</b>	China's Foreign Trade in the Perspective of a more Balanced Economic Growth	G. Gaulier, F. Lemoine & D. Ünal
<b>2011-02</b>	The Interactions between the Credit Default Swap and the Bond Markets in Financial Turmoil	V. Coudert & M. Gex
<b>2011-01</b>	Comparative Advantage and Within-Industry Firms Performance	M. Crozet & F. Trionfetti

Organisme public d'étude et de recherche en économie internationale, le CEPII est placé auprès du Centre d'Analyse Stratégique. Son programme de travail est fixé par un conseil composé de responsables de l'administration et de personnalités issues des entreprises, des organisations syndicales et de l'Université.

Les *documents de travail* du CEPII mettent à disposition du public professionnel des travaux effectués au CEPII, dans leur phase d'élaboration et de discussion avant publication définitive. Les *documents de travail* sont publiés sous la responsabilité de la direction du CEPII et n'engagent ni le conseil du Centre, ni le Centre d'Analyse Stratégique. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.

Les *documents de travail* du CEPII sont disponibles sur le site : <http://www.cepii.fr>