

n° 2004-04

**Japon : de la décennie perdue
à un improbable New Deal**

Robert BOYER

CEPREMAP-ENS, CNRS, EHESS
48, Boulevard Jourdan 75014 PARIS, France
Tél. : (33-1) 43 13 62 56 — Fax : (33-1) 43 13 62 59
e-mail : robert.boyer@cepremap.cnrs.fr
http : [//www.cepremap.ens.fr/~boyer/](http://www.cepremap.ens.fr/~boyer/)

Le Japon : de la décennie perdue à un improbable New Deal

Robert BOYER

Résumé

Le contraste entre le succès des années quatre-vingt et la stagnation et l'incertitude des années quatre-vingt-dix au Japon a suscité nombre d'interprétations. L'article procède à une revue de littérature selon le caractère réel ou au contraire monétaire et financier des facteurs de crise d'une part, la prépondérance des aspects de court terme (erreurs de politique économique) ou épuisement de l'innovation et des sources de croissance de l'autre. L'hypothèse centrale est qu'il faut combiner ces divers facteurs, ce qui livre une caractérisation du caractère structurel et systémique de la crise japonaise : non-redressement de la rentabilité, absence de réduction des mauvaises dettes, multiplicité des recompositions institutionnelles. On oppose ainsi la trappe à liquidité keynésienne à la vision d'Irwin Fisher d'une crise déflationniste liée à la correction de l'excès d'endettement. Le point central de tout programme est, en effet, une recapitalisation et restructuration complète du système bancaire et financier, mais il importe de les compléter par une réforme de la dépense publique, de la couverture sociale, entre autre pour favoriser l'émergence d'un modèle anthropogénétique.

Japan: from the lost decade to an unlikely « New Deal »

Robert BOYER

Abstract

The strong contrast between the successful «Japanese model» of the 80s and the uncertain and unsatisfactory macroeconomic evolutions of the 90s has triggered numerous interpretations. This paper discusses the relative merits of real, monetary and financial origins. It distinguishes between short-medium run explanations (macroeconomic mismanagement) or more structural sources such as a sluggish innovation process and satiation of demand. All these factors have to be integrated into a structural analysis of the Japanese growth regime and they deliver the diagnosis of a structural crisis: the profit rate does not recover, non-performing loans are not reduced and a series of institutional transformations do not deliver an alternative growth regime. The debt deflation theory proposed by Irwin Fisher captures some crucial features of the Japanese economy during the 90s, better than the Keynesian liquidity trap theory does. Given the systemic nature of the current problems, only an ambitious and coordinated program of reforms could overcome the adverse trends observed during the lost decade: complete restructuring of the banking system, shift of the public expenditures from construction to welfare in order to propel an anthropogenetic model, especially relevant for an aging and quite rich society.

JEL Classification : E52 – E63 – E65 – O53.

Mots clefs : Politique monétaire et déflation – Crise financière – Crise bancaire – Crise systémique – New Deal – Grande crise américaine 1929-1932 – Décennie perdue japonaise.

Keywords: Monetary policy and deflation – Financial Crisis – Non performing loans – Systemic crisis – New Deal – Great American depression 1929-1932 – Japanese lost decade.

LE JAPON : DE LA DÉCENNIE PERDUE À UN IMPROBABLE NEW DEAL

Robert BOYER

SOMMAIRE

Du modèle nippon à la crise du mauvais élève	1
une longue série d'emballements spéculatifs.....	1
...Dans laquelle s'inscrit la bulle japonaise des années quatre-vingt	2
...Mais de notables spécificités.....	3
Les enchaînements de la décade perdue sont atypiques	5
De nombreuses interprétations	6
Des origines dans le secteur réel de l'économie.....	7
Le rôle déterminant des facteurs monétaire et financier	7
L'inertie institutionnelle	7
Une lecture à partir de la théorie de la régulation.....	8
Une configuration institutionnelle originale.....	8
...Soumise à des tensions majeures	9
Un passage endogène du succès à la crise.....	10
Une perte de cohérence du mode de régulation	10
Une crise systémique	10
Non-redressement du profit	11
Une crise bancaire rampante.....	11
Un endettement public croissant.....	12
Les facteurs de crise se propagent à l'ensemble de l'économie.....	12
Des cercles vicieux qui se renforcent les uns les autres	13
Des solutions qui n'en sont pas.....	14
Un retour à l'âge d'or ?.....	15
Une cible d'inflation pour la Banque centrale ?	15
Promouvoir la dépréciation du yen ?.....	15
Une thérapie de choc libérale ?.....	16
Converger vers un capitalisme financier ?	16
La Banque centrale : acheteur en dernier ressort des actifs dévalorisés ?	17
Irving Fisher plutôt que John-Maynard Keynes	18
Une politique monétaire impuissante	18
Un système bancaire accablé de mauvaises dettes.....	19
Pourquoi les politiques économiques ont échoué	20
Une complémentarité institutionnelle, hier vertueuse.....	20
...Mais déstabilisée par la libéralisation financière	20
Des réformes institutionnelles difficiles car interdépendantes	22
Un New Deal pour le Japon	23
Un choc symbolique à travers l'institution d'un nouveau yen.....	23
Des interventions publiques dirigées vers les nouvelles demandes sociales et l'esprit d'entreprise	24
Une réforme des institutions pour réconcilier la société avec le politique	26
Le Japon acteur de l'intégration asiatique et promoteur de la stabilité mondiale	27
Innover dans l'exploration d'un modèle anthropogénétique.....	27
Conclusion : le politique, maillon faible ?	28
Références	28

DU MODÈLE NIPPON À LA CRISE DU MAUVAIS ÉLÈVE

L'économie japonaise adresse un défi aux économistes. A la fin des années quatre-vingt encore, la plupart des observateurs étaient frappés par la remarquable performance nipponne, au point d'imaginer qu'elle résultait d'un modèle original, cohérent, et même susceptible de se diffuser au reste du monde par la pression concurrentielle qu'il exerçait sur des économies fordistes en crise. Brutal changement de perspective à partir du milieu des années quatre-vingt-dix : à l'optimisme de la bulle a succédé la perception générale d'une décennie perdue (Yoshikawa, 2002a), terme qui a connu un succès d'autant plus surprenant qu'il évoque la crise qu'avaient connue les pays sud-américains dans les années quatre-vingt. Les institutions économiques et les formes d'organisation des firmes qui étaient hier vantées sont aujourd'hui considérées comme autant d'archaïsmes. La référence clé devient celle de la nouvelle économie américaine... jusqu'à ce que l'éclatement de la bulle Internet montre que ce modèle, à son tour, n'avait pas la stabilité et la résilience qu'on lui prêtait (Boyer, 2002). Comble d'ironie, les responsables de la politique économique américaine se sont mis à redouter que le dégonflement de la bulle boursière après mars 2000 ne débouche sur la stagnation et la déflation qui ont frappé le Japon depuis le début des années quatre-vingt-dix (Boyer, 2002b).

Ce chassé-croisé invite à éviter deux écueils symétriques. Pour certains spécialistes du Japon, les théories économiques ne s'appliqueraient pas à ce pays du fait de la spécificité de ses institutions et de sa culture. Pour la communauté anglo-saxonne, l'archipel nippon est tout simplement un archaïsme par rapport à la modernité d'un capitalisme de la bonne gouvernance et de la transparence (Dornbusch, 1998), qu'aggravent les grossières et répétées erreurs des responsables de la politique économique (Mikitani, Posen, 2000). Pourquoi ne pas mettre sur le même pied les crises financières qui se sont succédées aux États-Unis avec celle du Japon et tenter de discerner les traits communs et les différences ? La tâche est alors de rechercher celles des explications susceptibles de rendre compte de la durée de la crise et de la tendance à la déflation, dernier trait que seul le Japon semble partager avec la Chine. Au fil du temps, force est de reconnaître le caractère systémique de la crise japonaise contemporaine. Mais il importe aussi d'expliquer pourquoi le succès des décennies précédentes se traduit dans les années deux mille par le doute concernant la viabilité de l'architecture institutionnelle japonaise. Les recherches inspirées par la théorie de la régulation livrent une telle interprétation et conduisent à rejeter la dichotomie qui fonde les débats de la politique économique entre experts japonais (Boyer, Yamada, 2000). D'un côté les réformateurs qui, implicitement ou explicitement, visent à l'équivalent d'une américanisation des institutions nippones. De l'autre, les tenants d'un retour à l'âge d'or du modèle japonais.

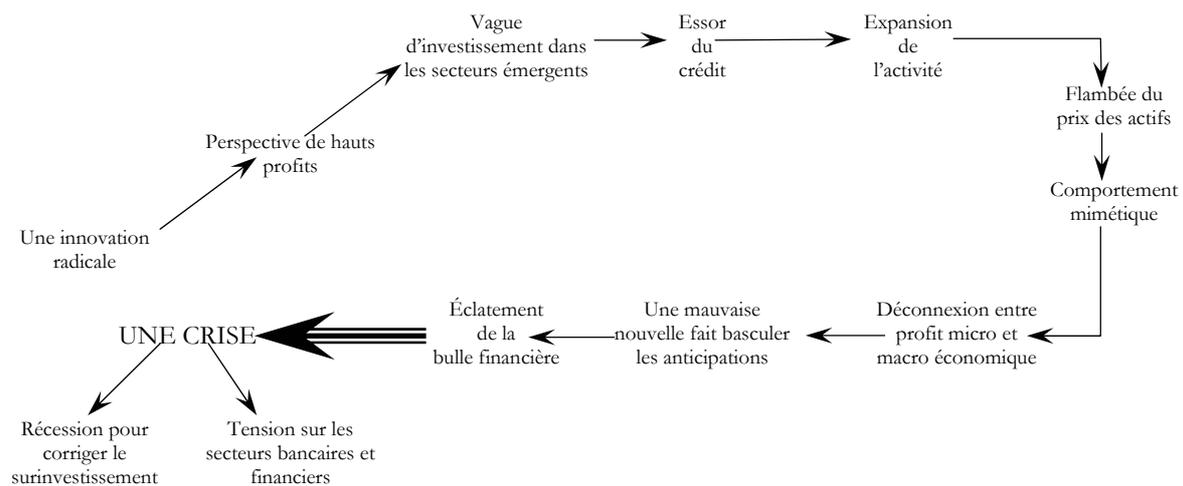
Il faut analyser plus profondément les origines de la crise, ce qui permet de proposer un projet de réforme pour le Japon. Dans la mesure où il est fréquent de comparer la décennie quatre-vingt-dix du Japon avec la Grande Dépression américaine des années trente, les réformes portant sur la finance, la gestion du budget, l'égalité de genre en matière de rapport salarial sont regroupées sous le vocable évocateur de « New Deal » pour le Japon. Ne faut-il pas qu'un plan soit légitimé par une référence au monde Nord-américain ? Il ne faudrait pas pour autant sous-estimer les obstacles politiques dirimants à la mise en œuvre de ce plan. Après beaucoup d'autres épisodes, la décennie perdue japonaise invite à une endogénéisation de la formation de la politique économique (Palombarini, 2000)... et la tâche n'est pas facile. Là est pourtant la difficulté majeure que rencontre le Japon et l'économiste doit sans doute passer la main au spécialiste de sciences politiques (Curtis, 1999 ; Bouissou, 2000).

UNE LONGUE SÉRIE D'EMBALLEMENTS SPÉCULATIFS...

Les bulles financières ne datent pas de la libéralisation financière contemporaine. Dès lors que sont apparus des marchés d'actifs suffisamment liquides et profonds, le profil d'évolution, leur prix a souvent connu un cours original. Depuis la bulle de 1726 sur les tulipes intervenue aux Pays Bas, jusqu'à l'emballlement spéculatif associé à la nouvelle économie, se reproduisent périodiquement des enchaînements typiques (figure 1). A l'origine de tous ces épisodes se trouve une innovation concernant

un nouveau produit, l'ouverture d'un nouveau marché ou encore une organisation originale, innovation qui est perçue comme radicale et débouchant sur des profits élevés (Kindleberger, 2000 ; Neal, Weidenmier, 2002). S'amorce un processus d'investissement pour mettre en œuvre cette innovation, souvent accompagné du recours au crédit pour accélérer le processus. De ce fait, au bout d'un certain temps, le prix des actifs, dont la valeur est supposée augmenter sans limite, s'envole. Entrent sur le marché des acheteurs qui sont attirés par des perspectives de gains rapides grâce à la plus value qu'ils comptent réaliser, alors qu'ils n'ont ni les informations ni les compétences pour évaluer la profitabilité future et la probabilité de succès des entreprises correspondantes. Se développe alors une déconnexion entre le rendement effectif et le rendement anticipé sur le marché. Si l'innovation est radicale et a une portée macroéconomique, cette divergence s'observe entre le profit évalué au niveau de l'entreprise et le profit mesuré au plan macroéconomique. Dans ces conditions la moindre mauvaise nouvelle permet à certains agents de prendre conscience de cet écart. Ils se portent massivement vendeur ce qui fait chuter les cours et le même comportement mimétique qui avait alimenté la flambée des actifs précipite leur chute. Dans certain cas l'actif correspondant perd toute valeur. Le caractère dramatique du retournement justifie l'usage du terme de crise. Cette crise se marque tant dans la sphère réelle que dans la circulation monétaire et le crédit. En effet, on observe d'un côté des surcapacités que l'arrêt de l'investissement dans les nouveaux secteurs vise à résorber, d'un autre côté et symétriquement, pour une fraction significative, les crédits consentis dans la période faste ne peuvent être remboursés. Dans les systèmes bancaires modernes s'accumulent les mauvaises dettes, dès lors que le crédit a été mobilisé pour spéculer à la hausse.

Figure 1 – Le mécanisme d'émergence, de diffusion et d'éclatement des bulles financières



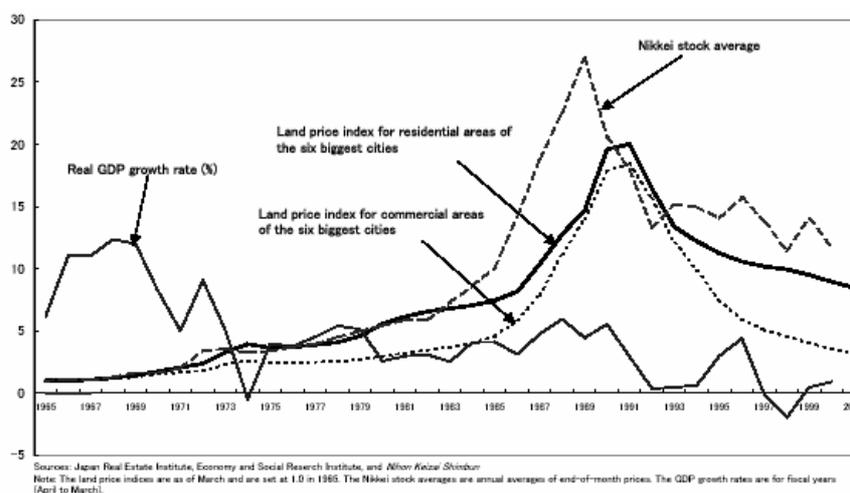
...DANS LAQUELLE S'INSCRIT LA BULLE JAPONAISE DES ANNÉES QUATRE-VINGT

Il est facile de reconnaître dans cette description la bulle japonaise des années quatre-vingt. A l'origine se trouve l'anticipation du fait que les entreprises japonaises auraient inventé un nouveau modèle productif qui devait faire du Japon le leader mondial dans des branches clés et semblait justifié par l'accumulation des surplus commerciaux ainsi engrangés que le pays devienne un grand centre d'intermédiation financière pour l'Asie et même le monde. Compte tenu de l'extrême limitation des terrains disponibles, cette croyance se traduit simultanément par un emballement du prix de l'immobilier, commercial et même résidentiel, et un envol des cours du Nikkei, sachant que par le passé ces derniers n'étaient guère représentatifs des performances des firmes, pas plus qu'ils n'étaient des indicateurs de la gestion et de l'orientation du capital. Cet envol spéculatif est aussi favorisé par la faiblesse des taux d'intérêt qui font jouer à plein des effets de levier. La surestimation des niveaux de profits attendus finit par être reconnue et précipiter un brutal renversement (Graphique 1).

Mutatis mutandis, ce même mécanisme général a été observé dans d'autres pays au cours du XX^e siècle.

- Aux États-Unis dans les années vingt, la percée des méthodes de la production de masse suscite une bulle boursière et un emballement du crédit et la conjoncture se retourne brutalement en 1929.
- Aux États-Unis encore, la croyance en l'efficacité des technologies de l'information et de la communication (TIC) a relevé durablement les perspectives de productivité et surtout de profit, alimenté la bulle Internet des années quatre-vingt-dix qui se retourne à partir de mars 2000.

Graphique 1 – Taux de croissance, indice boursier et prix des terrains : 1985-2001



Source : Keiichiro KOBAYASHI and Masaru INABA (2002).

A cet égard, la bulle japonaise des années quatre-vingt n'est pas radicalement nouvelle, tout au moins au niveau des mécanismes de base. Pourtant, la conjonction précise des facteurs qui déclenchent la spéculation méritent analyse car ces facteurs sont loin de jouer de façon invariante dans le temps et l'espace.

...MAIS DE NOTABLES SPÉCIFICITÉS

Il est utile de rajouter aux trois crises précédentes qui ont pour trait commun un brutal effondrement boursier, un quatrième épisode, celui qui intervient aux États-Unis en 1987. Lorsque l'on compare ces quatre crises, ressortent quatre grandes différences (Tableau 1).

- *La nature exacte de l'innovation* est différente dans chacun des cas. Invention de la production de masse dans les années vingt aux États-Unis (Ford, 1926), élaboration d'un successeur aux méthodes de production fordiste grâce à la production dite frugale au Japon dans les années quatre-vingt (Womack, Jones, Roos, 1992), amorce d'une révolution industrielle et organisationnelle sur le modèle de la Silicon Valley (Castells, 2000 ; Aoki, 2001). Par contraste, aucune innovation radicale ne précède l'effondrement des cours boursiers de 1987, ce qui explique sans doute que la crise financière correspondante n'ait pas eu les conséquences tant redoutées de la dépression de 1929. A mode de régulation différent, évolution macroéconomique spécifique en réponse à un même choc boursier. Cet enseignement est général.

- *La conjoncture qui précède la crise* diffère considérablement et elle-même n'est pas sans relation avec le régime de croissance et le mode de régulation à l'œuvre à l'époque et dans le pays considéré. Dans les années vingt, les États-Unis enregistrent une très forte croissance, atypique par rapport aux évolutions de longue période, car émerge un régime d'accumulation intensive sans consommation de masse (Boyer, Juillard, 2002). La chute des cours boursiers est en 1987 du même ordre et de la même brutalité qu'en 1929, mais comme l'économie connaît une reprise et une croissance modérée et que les stabilisateurs automatiques hérités du régime fordiste n'ont pas été complètement éliminés, on comprend que les effets aient été différents. Pour sa part le Japon des années quatre-vingt connaît une progressive érosion du

potentiel de croissance au sein du régime qui s'est transformé après les deux chocs pétroliers. Le mode de régulation company-iste n'est en rien la copie de celui en vigueur aux États-Unis. Enfin, la bulle Internet américaine des années quatre-vingt-dix correspond à un sentier de croissance original marqué par la rencontre des TIC et d'une nouvelle convention financière (Orléan, 1999).

Tableau 1 – Une comparaison avec trois crises financières américaines

	États-Unis 1929-1939	États-Unis 1987	Japon 1991-2003	États-Unis 2000 - ...
ORIGINE « RÉELLE » DE LA BULLE	Méthode de production de masse	Reprise de la croissance Pas de bulle financière	Un modèle productif original	Essor des TIC et nouvelle économie
CONJONCTURE PRÉ-CRISE	Forte croissance	Période d'ajustements structurels	Limite du régime de croissance et tendance à la décélération	Croissance forte et non inflationniste
TYPE DE CRISE				
▪ Crise boursière	*	*	*	*
▪ Crise bancaire	*	NON	*	Pas jusqu'à présent
▪ Crise immobilière	NON	NON	*	Faible et localisée
MANIFESTATION DE LA CRISE				
▪ Dépression et déflation puis reprise tardive	*			
▪ Croissance et légère accélération de l'inflation		*		
▪ Quasi-stagnation, stop and go puis déflation			*	
▪ Récession, sans déflation				*
POLITIQUE ÉCONOMIQUE	<i>Suivre l'orthodoxie</i>	<i>Ne pas répéter 1929</i>	<i>Au fil de l'eau</i>	<i>Prévenir une dépression</i>
	▪ D'abord laisser-faire	▪ Réaction rapide de la FED	▪ Action tardive de la Banque du Japon et du Ministère des Finances	▪ Rapide baisse des taux d'intérêt
	▪ Puis tentative de reconfiguration institutionnelle (New Deal)	▪ Approvisionnement en liquidité du marché financier	▪ Pas de restructuration des Banques	▪ Relance budgétaire, y compris à la suite du 11 septembre 2001

▪ *La conjonction des crises boursière, bancaire et immobilière* n'est pas la même dans chacun des cas. La Grande dépression américaine est marquée par les répercussions dramatiques de la chute boursière sur l'insolvabilité du système bancaire. La crise américaine de 1987 est principalement boursière et n'a pas de répercussions défavorables sur la liquidité bancaire, tant du fait de la relative solidité des banques que d'un approvisionnement rapide en liquidité par la Federal Reserve américaine. Pour sa part, la bulle Internet se manifeste certes par une flambée des prix de l'immobilier dans la Silicon Valley, sans que la hausse des prix se retranscrive dans le reste des États-Unis, le système bancaire montrant une remarquable résistance. Dès lors, une des originalités de la configuration japonaise est de conjuguer une double crise boursière et immobilière, relayée par l'accumulation de mauvaises dettes dans le système bancaire. Tel est sans doute l'un des facteurs qui contribuent à sa gravité. Mais ce n'est pas le seul, car la réaction des autorités va contribuer à sa longueur.

▪ *Les manifestations de l'éclatement de la bulle spéculative* s'avèrent très différentes. Dépression et déflation cumulative de 1929 à 1932 aux États-Unis, relance de la croissance et légère accélération de l'inflation après 1987, toujours aux États-Unis, récession puis reprise avortée au sein d'une tendance à la stagnation et à la déflation au Japon tout au long des années quatre-vingt-dix. Il est trop tôt pour caractériser les conséquences à moyen terme de l'éclatement de la bulle Internet, mais il est remarquable de noter qu'il s'accompagne d'abord d'une récession sans tendance claire à la déflation...mais les événements du 11 septembre 2001 et leurs conséquences sur la politique budgétaire et l'environnement international viennent se surajouter au processus de correction de la phase de spéculation et de suraccumulation.

Le dramatique impact de la période de la bulle japonaise sur les banques constitue un point clé de l'interprétation de la crise qui s'approfondit tout au long des années quatre-vingt-dix. En effet, les effets

défavorables traditionnellement associés à la fin d'une phase de spéculation sont en l'occurrence aggravés par le fait que les institutions financières ont continué à se comporter comme si prévalaient encore la segmentation et une quasi-garantie gouvernementale des risques encourus par le système (Aghietta, 1992 ; Nabeshima, 2000). Or le système financier avait été déréglementé, de sorte que ce décalage entre la prolongation des comportements antérieurs et le nouveau contexte institutionnel et macroéconomique, aggrave encore les conséquences de la crise. Voilà pourquoi elle se concentre sur les banques.

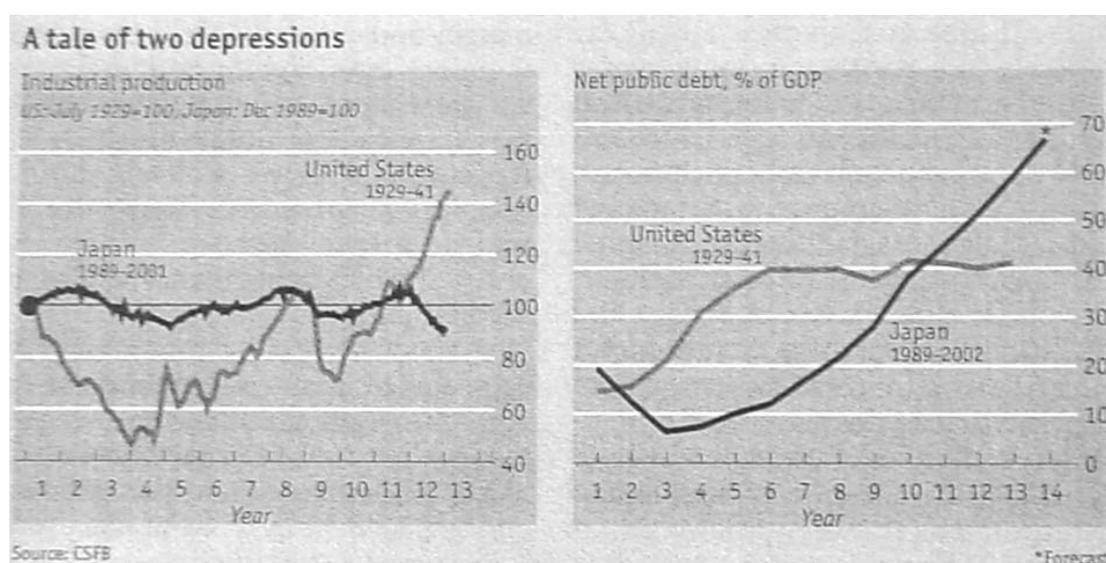
LES ENCHAÎNEMENTS DE LA DÉCADE PERDUE SONT ATYPIQUES

En effet, les évolutions macroéconomiques du Japon ne correspondent pas au profil typique de la succession d'une phase d'expansion, puis d'une période de récession qui débouche après une ou deux années sur une reprise (cf. graphique 1, supra). Il ne s'agit donc pas de l'un des cycles traditionnels de l'économie japonaise. La décennie quatre-vingt-dix n'a pas suffi pour résorber les plus values foncières et immobilières, configuration atypique par rapport aux grandes crises financières au cours desquelles la dépréciation des actifs se concentre sur les toutes premières années puis les cours se stabilisent et reprennent une évolution positive. C'est tout à la fois un indicateur de l'ampleur des erreurs d'anticipation des agents, et de l'incapacité des pouvoirs publics à résoudre la crise bancaire et redresser les vues sur l'avenir qui on le sait gouvernement tant l'investissement que les choix des ménages entre épargne et consommation. En ce sens on peut donc parler d'une grande crise, au sens où le déroulement spontané des ajustements au sein du mode de régulation ne conduit pas à une résorption des déséquilibres accumulés dans la phase d'expansion.

Pour autant, la crise japonaise n'est pas la répétition de la Grande dépression américaine. Non seulement pour toutes les raisons précédemment données (cf. tableau 1, supra) mais encore parce que le profil macroéconomique nippon est tout à fait original (graphique 2).

Graphique 2 – La décennie quatre-vingt-dix n'est pas la répétition de la Grande dépression américaine

Source : *The Economist* (2002), March 2nd



La remarquable stabilisation de la production industrielle au Japon contraste avec les ajustements très marqués observés dans les années trente aux États-Unis. Les deux situations ont pourtant en commun de produire une stagnation sur une période de l'ordre d'une décennie, puisque l'économie américaine ne sort de sa crise qu'avec la Seconde guerre mondiale. La longueur de la crise japonaise contemporaine n'est donc pas unique dans la longue chronique des grandes crises. Mais apparaît une différence majeure. Les problèmes des États-Unis dans les années trente sont souvent attribués aux erreurs de politique économique et à la volonté des gouvernements de lutter contre les déficits publics qui pourtant auraient stabilisé la conjoncture. Telle est l'interprétation keynésienne. On ne peut faire ce reproche aux autorités

japonaises contemporaines qui ont en fait procédé à une impressionnante série de relances par le budget public qui se traduisent au bout d'une décennie par un endettement considérable du gouvernement. Le paradoxe est cependant que ces efforts ont, sans doute, évité une dépression plus grave encore, mais qu'ils n'ont pas suffi pour relancer la croissance.

La même limite frappe la politique monétaire japonaise puisque les taux d'intérêt sont quasiment nuls depuis 1998 et l'approvisionnement en liquidité extrêmement abondant. Pourtant aucun de ces stimuli n'a permis le redressement de la croissance. A la fin de cette période se manifeste de façon récurrente une chute des prix à la consommation, certes modérée, mais qui constitue à nouveau l'une des spécificités de la crise japonaise. Mais ce premier diagnostic doit être nuancé puisque beaucoup d'observateurs, surtout extérieurs au Japon, critiquent moins l'orientation générale de la politique que son action tardive, parfois à contretemps et partielle, surtout en matière de redressement des banques. La comparaison des quatre épisodes sous revue confirme la variété des réponses de politique économique qui leur ont été données (cf. tableau 1, supra). C'est une invitation à rechercher les raisons de la décennie perdue.

DE NOMBREUSES INTERPRÉTATIONS

Ces spécificités japonaises ont suscité une myriade de recherches et de prises de position concernant les maux dont souffre ce pays. Il faut d'abord s'affranchir de l'opposition canonique qui marque les débats de la politique économique nipponne : d'un côté les tenants des réformes structurelles, à savoir l'accentuation de la concurrence et l'importation de la plupart des institutions du capitalisme Nord américain, de l'autre les conservateurs qui considèrent que la décennie perdue ne met pas en cause les fondements institutionnels et sociaux de l'économie japonaise. Une autre dichotomie tient à la distinction entre une origine typiquement monétaire de la stagnation japonaise et au contraire la vision d'une crise venue de l'épuisement, à long terme, du régime de croissance, donc de facteurs réels.

Il est plus respectueux de la complexité des enchaînements à l'œuvre d'introduire une troisième dimension et prendre en compte les facteurs institutionnels. Il est une autre distinction utile en fonction de l'horizon temporel de l'explication : si l'on privilégie le court terme, les difficultés japonaises tiendraient à une dépendance par rapport au chemin et de l'accumulation d'erreurs de politique économique. Cependant, dans l'optique de l'analyse du mode de développement nippon, la décennie perdue ne reçoit pas du tout la même explication (tableau 2).

Tableau 2 – Une typologie simple des interprétations de l'origine de la crise

Facteurs	Réels	Monétaires	Institutionnels
Horizon temporel			
Court terme	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Insuffisance de la demande ▪ Erreurs de la politique fiscale et budgétaire 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erreur de la Banque du Japon dans la gestion du taux d'intérêt 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Croyance excessive en l'efficacité des politiques antérieures
Moyen terme	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Manque de nouveaux produits alimentant la croissance ▪ Impact négatif de l'incertitude 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incapacité à résoudre la crise des créances douteuses et irrécouvrables 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tensions dans l'architecture institutionnelle conçue pour une période de rattrapage
Long terme	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Épuisement du régime de croissance de l'après guerre 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Dramatique inefficacité du système bancaire et financier 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Désajustement du mode de régulation par rapport au contexte international et domestique

Des origines dans le secteur réel de l'économie

Effectivement, un certain nombre de facteurs concernant l'*économie réelle* affectent négativement la croissance des années quatre-vingt-dix. Il est d'abord normal que l'excès d'investissement et sa mauvaise allocation – surcapacités dans l'industrie, surcroît de bureaux, de centres de loisirs, ... – se résorbent dans la récession qui marque le début de la décennie. Or l'investissement joue traditionnellement un rôle déterminant dans la dynamique de la croissance (Yoshikawa, 2002a). Mais dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, la consommation des ménages donne elle-même des signes de faiblesse et cela peut s'interpréter comme le manque de produits nouveaux susceptibles de relancer un cercle vertueux de croissance (Yoshikawa, 2000). Les modèles de croissance cumulative montrent en effet que l'innovation stimule la croissance et que réciproquement la croissance favorise l'investissement en recherche et développement et à terme l'innovation. En la matière, l'intuition keynésienne qui porte sur le court-moyen terme, est relayée dans le long terme, par les analyses néo-schumpétériennes en terme de systèmes nationaux d'innovation (Goto, 2000). Le peu de succès des entrepreneurs en matière d'innovation de produits traduirait la fatigue de ce système d'innovation (Coriat, Geoffron, Rubinstein, 2000) d'autant plus que les États-Unis par exemple sont à l'origine des innovations autour des TIC et à terme sans doute des applications tirées des bio-technologies, domaine dans lequel le Japon est très en retard (Boyer, 2002). Nul doute que cette interprétation capture une partie des tendances longues. Pourtant elle n'explique pas pourquoi la croissance japonaise a connu deux décrochages successifs tout à fait brutaux, le premier après 1973, le second après 1991. D'autres facteurs, à l'évolution plus rapide, doivent être mobilisés.

Le rôle déterminant des facteurs monétaire et financier

Les *interprétations monétaire et financière* ont pour intérêt de pouvoir expliquer la rupture entre les deux décennies, quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Les erreurs dans la conduite de la politique monétaire sont invoquées par de nombreux auteurs (Posen, 2000, Bernanke, 2000). En effet, la Banque du Japon aurait changé de règles de politique monétaire en accordant plus de poids que par le passé à la lutte contre l'inflation alors même que cette dernière tendait à disparaître : l'entrée dans une spirale déflationniste tiendrait soit à un choix, soit à une erreur du banquier central. Certains auteurs font même remonter les errements aux années quatre-vingt lorsque les autorités monétaires n'ont pas pris en considération la flambée du prix des actifs (Blanchard, 2000). Le même reproche a été fait en 2002 à Alan Greenspan à propos de sa gestion de la bulle Internet, ce qui relativise l'importance de l'erreur japonaise puisque la bulle des années quatre-vingt était une nouveauté. Il n'est dès lors pas surprenant que la vigueur de la spéculation ait pris en porte-à-faux les règles antérieures de gestion monétaire, de type règle de Taylor en vertu de laquelle le banquier central devait réagir aux seules menaces inflationnistes et/ou récessionnistes. De plus, comment détecter une bulle à son origine, même si l'on sait près coup que les coûts d'ajustement à l'éclatement d'une bulle peuvent être considérables en terme de perte de croissance, de montée du chômage et d'implication des budgets publics pour recapitaliser les banques ?

L'inertie institutionnelle

Pourtant, la durée des difficultés japonaises invite aussi à rechercher le rôle des *facteurs institutionnels et politiques*. Le banquier central n'est pas le seul coupable, puisque les autorités en charge de la supervision bancaire et financière se sont avérées incapables de traiter la question des mauvaises dettes, si ce n'est de façon partielle et retardée. Or les études comparatives du déroulement des crises bancaires montrent qu'elles sont d'autant plus graves que les autorités de contrôle tardent à régler une fois pour toute la question des banques défailtantes (Goldstein, Kaminski, Reinhart, 2000). A son tour cette explication ouvre deux pistes quant aux perspectives de moyen-long terme. D'un côté, le blocage par le système politique d'une vigoureuse recapitalisation du système bancaire japonais dès l'éclatement de la crise renvoie à la formation des coalitions au sein des gouvernements japonais successifs (Curtis, 2000), mais c'est aussi l'occasion de souligner la force des compromis institutionnalisés dont la politique économique est l'expression. Ainsi pourrait s'expliquer la différence de vitesse dans le traitement respectif de la crise américaine des *Savings and Loans* : elles tiendraient à des modalités contrastées d'organisation des relations entre gouvernements et groupes de pression dans les deux pays. D'un autre côté, toute la politique japonaise est encore marquée par l'héritage institutionnel de la période de forte croissance – rôle de la

banque principale, persistance de la croyance en une quasi-impossibilité de faillite, participation croisée entre grandes entreprises – de sorte que les hésitations et incertitudes des années quatre-vingt seraient l'expression d'une situation bien connue dans les grandes crises : l'ancien se meurt lentement mais le nouveau tarde à émerger ou ne peut percer. La décennie perdue renverrait donc aux origines mêmes du succès du régime de croissance nippon.

De fait la longueur de la quasi-stagnation japonaise a conduit à dépasser les analyses mono-causales au profit d'analyses mettant en jeu la conjugaison de plusieurs sources de crise. En effet, les facteurs qui expliquent la récession des années quatre-vingt-dix ne sont plus nécessairement ceux qu'il faut mobiliser pour comprendre le début des années deux mille. Ainsi, le ralentissement du renouvellement des produits invoqué par l'analyse néo-schumpétérienne (Yoshikawa, 2000) fait place dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, à l'hypothèse du rôle important de l'incertitude dans les décisions des firmes et des ménages concernant investissement et épargne (Aoki, Yoshikawa, 2003). Cette incertitude n'est pas sans lien avec l'ambiguïté de la politique économique et la difficulté qu'ont les autorités publiques à dégager une stratégie claire qui soit crédible à moyen terme. Ainsi, facteurs réels et monétaires se combinent-ils. De même les spécialistes qui privilégient la fragilité du système bancaire du fait de l'accumulation de mauvaises dettes en viennent à considérer qu'à l'échelle d'une décennie, restriction du crédit et ralentissement de la division du travail entre secteurs et entreprises, donc des gains de productivité et de la croissance potentielle, vont de pair (Kobayashi, Inaba, 2002). C'est une invitation à rechercher des interprétations combinant une pluralité de facteurs de crise.

UNE LECTURE À PARTIR DE LA THÉORIE DE LA RÉGULATION

C'est précisément l'approche retenue par les recherches inspirées de la théorie de la régulation. Elles ont montré d'abord la particularité du régime d'accumulation et de croissance nippon (Inoué, Yamada, 1995), ensuite elles ont éclairé l'origine de la crise qui se manifeste au début des années quatre-vingt-dix (Boyer, Yamada, 2000), enfin des enjeux de politique économique (Bertoldi, 2002 ; 2003a ; 2003b). Les résultats peuvent se résumer par un petit nombre de conclusions (Tableau 3).

Le remarquable succès de l'économie japonaise jusqu'aux années quatre-vingt s'explique par la cohérence et la vigueur d'un régime de croissance qui est successivement tirée par l'investissement et les exportations (Uemura, 2000). Ce régime est donc différent de celui du fordisme, dont la caractéristique est de faire jouer un rôle central au parallélisme entre l'évolution de la productivité et du salaire réel, donc à une croissance tirée par la consommation. C'est la raison pour laquelle le dit modèle japonais a pu apparaître dans les années quatre-vingt comme une alternative au fordisme américain : il parvenait à surmonter une partie des limites de ce régime.

Une configuration institutionnelle originale...

Le mode de régulation lui-même résulte d'une complémentarité forte entre les principales formes institutionnelles. En effet, le rapport salarial qui est bâti sur le compromis companyiste d'une stabilité de l'emploi permet le développement de grappes d'innovations fondées sur la conjonction d'innovations marginales émanant d'une main-d'œuvre polyvalente, incitée à partager l'objectif de compétitivité des firmes auxquelles elle appartient. A son tour, la stabilité salariale ne peut-être acquise qu'au prix d'une exigence limitée du capital financier en matière de rémunération, ce que permettent les dispositifs que mettent en œuvre les participations croisées et la banque principale. Enfin, l'État a pour fonction principale de coordonner les anticipations et les stratégies et non d'offrir par exemple une couverture sociale qui est en fait assurée, pour l'essentiel, par les firmes (Hanada, Hirano, 2000). Cette configuration institutionnelle, dont chacune des composantes est aux antipodes du capitalisme de marché financier, a pourtant montré une remarquable cohérence jusqu'au milieu des années quatre-vingt.

...Soumise à des tensions majeures

Pourtant dans les années quatre-vingt apparaissent des *tensions dans chacune de ces formes institutionnelles*, du fait précisément de la croissance qui accompagne la bulle financière. Dans l'industrie manufacturière, la relation salariale se tend sous l'effet de l'intensification du travail et de la montée du stress. De leur côté, les grands groupes se détournent du financement bancaire pour profiter des conditions favorables de la déréglementation du système financier, ce qui déstabilise la gestion des banques et les incite à développer des crédits beaucoup plus risqués. De son côté, l'évolution du taux de change sous l'effet non seulement de l'excédent commercial mais aussi des mouvements de capitaux incite à la délocalisation et au délitement des relations étroites qui prévalaient entre grandes entreprises et sous-traitance alors que c'était l'une des sources de la compétitivité japonaise. Par ailleurs la déréglementation financière, loin de favoriser l'efficacité de l'allocation du capital accentue les tendances à l'alourdissement du capital déjà présentes dans la phase antérieure. Quant à l'État il perd sa capacité à orienter la stratégie des keiretsu puisque les agents privés utilisent de façon opportuniste la garantie dont ils pensent encore jouir pour alimenter une spéculation risquée et aggraver la mauvaise allocation des ressources. En définitive, dans ce nouveau contexte, les forces du mode de régulation nippon se transforment en autant de faiblesses.

Tableau 3 – Du miracle à la crise : une interprétation intégrée

Composantes	Un régime de croissance favorable 1960-1970	Source de déstabilisation endogène 1980	Nature de la crise années 1990
Rapport salarial	La stabilité de l'emploi et le coût de la perte de l'emploi favorisent l'adhésion et la polyvalence des employés des grandes firmes	Montée du stress au travail. Pénurie de main-d'œuvre pour l'industrie, attentes différentes des nouvelles générations	Conflits ouverts entre la restauration du profit et la stabilité de l'emploi. Les petites et moyennes firmes ne peuvent plus jouer le rôle d'amortisseur de la conjoncture
Forme de la concurrence			
▪ Entre Keiretsu	Compétition active sur le marché intérieur	Tendances à la surcapacité dans les secteurs manufacturiers et exportateurs	Des pertes financières chroniques appellent une remise en cause des participations croisées
▪ Avec les sous-traitants	Le plus souvent complémentarité	Les coûts élevés au Japon induisent une délocalisation dans les pays asiatiques à bas salaires	Un rationnement du crédit affecte l'investissement des sous-traitants. Peu de capital risque pour les jeunes pousses de la haute technologie
État	Un catalyseur vis-à-vis du company-isme : fourniture d'infrastructures de base, partage de l'information, coordination des stratégies	Perte de contrôle de l'administration sur la stratégie des acteurs privés, spécialement pour la finance. La fin du rattrapage déstabilise le mode d'interventions	Perte d'efficacité de la plupart des instruments de politique économique. Incapacité à dégager de nouveaux compromis politiques
Régime monétaire	Rôle actif dans la formation de la croissance à travers un bas taux d'intérêt réel et une sélectivité du crédit.	Les mouvements du taux de change déstabilisent les stratégies industrielles. La montée des mauvaises dettes compromet l'efficacité de la politique monétaire.	Entrée dans une trappe à liquidité. Une dépression associe déflation et tentatives de réduction de la dette, ce qui menace la stabilité macroéconomique.
Insertion dans le régime international	Asymétrie entre la difficulté de pénétration des importations et l'accès aisé au marché international.	Dépendance croissante à l'égard du commerce mondial, puis de l'internationalisation de la finance.	Conflits ouverts entre le « modèle japonais » et un modèle financiarisé promu par l'ouverture internationale.
Mode de régulation	Le compromis companyiste façonne l'essentiel du mode de régulation.	La bulle financière introduit des tensions majeures : surinvestissement, mauvaise allocation du capital, inflation des actifs boursiers et immobiliers.	Lente mais significative érosion des compromis institutionnalisés antérieurs.
Régime de croissance	D'un régime tiré par l'investissement...	...à un régime tiré par les exportations	Divergences croissantes entre le mode de régulation et le contexte financier international.

Un passage endogène du succès à la crise

A l'opposé des interprétations courantes qui font des crises la conséquence directe d'erreurs de politique économique (Krugman, 1999 ; Posen, 2000) ou de l'archaïsme des institutions économiques et des pratiques des firmes (Dornbusch, 1998), cette analyse débouche sur *une interprétation unifiée* de la phase de croissance réputée exemplaire, puis de la décennie perdue. D'un côté, le succès de l'adaptation de l'économie japonaise après les deux chocs pétroliers génère un surplus commercial qui suscite tant de fréquentes frictions commerciales avec les Etats-Unis qu'une pression à l'ouverture internationale des banques et des institutions financières japonaises. En un sens, l'ouverture financière était la contrepartie du succès manufacturier. Mais d'un autre côté, la libéralisation financière, même menée de façon prudente, finit par déstabiliser un mode de régulation qui supposait un rôle second de la finance. Les stratégies que développent alors les grandes entreprises et les banques acceptent une plus grande prise de risque et accentuent les tendances défavorables antérieures, par exemple l'alourdissement du capital et la surproduction, dont les acteurs publics n'ont pas conscience. L'éclatement de la bulle financière met à jour l'ensemble des déséquilibres, simultanément réels et monétaires, qui se sont accumulés. Dans ce contexte, la configuration institutionnelle qui faisait hier l'admiration et suscitait l'émulation apparaît incapable de résorber les déséquilibres apparus dans les années quatre-vingt. Pire encore, l'inertie des conceptions de la politique économique, loin de les résorber, va accentuer ces déséquilibres. En un mot, la financiarisation a mis à mal le mode de régulation japonais.

Une perte de cohérence du mode de régulation

Ce sont autant d'indices d'une *crise structurelle* : au cours d'un tel épisode les ajustements associés au mode de régulation, loin de redresser profits, situation financière des firmes et par extension croissance et emploi, ont *a contrario* la propriété surprenante de ne pas résorber les déséquilibres observés lors de l'entrée en crise, voire de les aggraver. De plus, la complémentarité antérieure entre les formes institutionnelles se transforme en une incompatibilité. Ainsi, la stabilisation de l'emploi, malgré la décélération de la rémunération salariale, ne permet pas de restaurer la rentabilité, ce qui précipite une contraction de l'investissement s'étalant sur plusieurs années. La généralisation des pertes rend problématique la poursuite des participations croisées et pose de redoutables problèmes pour les banques, qui temporisent dans la révélation des difficultés de remboursement de leurs prêts, tout particulièrement aux petites et moyennes entreprises. De son côté, l'État se trouve prisonnier des compromis institutionnels antérieurs qui canalisent les politiques de relance dans des secteurs et des régions ne contribuant pas au redressement de la demande et de l'investissement dans les secteurs qui sont réellement moteurs dans les années quatre-vingt-dix. Le cours nouveau de l'internationalisation incite les firmes à passer d'une politique d'exportation à une stratégie d'investissement direct, ce qui implique une perte de substance et de densité des relations au sein du système productif nippon mais aussi l'amorce d'un divorce entre les objectifs des multinationales japonaises et la poursuite de la cohésion de la société civile domestique.

Selon cette interprétation il est donc vain d'opposer comme exclusives les explications réelles et monétaires, pas plus qu'il n'est légitime de privilégier soit le court, soit le long terme. Il est tout aussi difficile d'isoler l'évolution macroéconomique des transformations institutionnelles (cf. Tableau 2, ci-dessus).

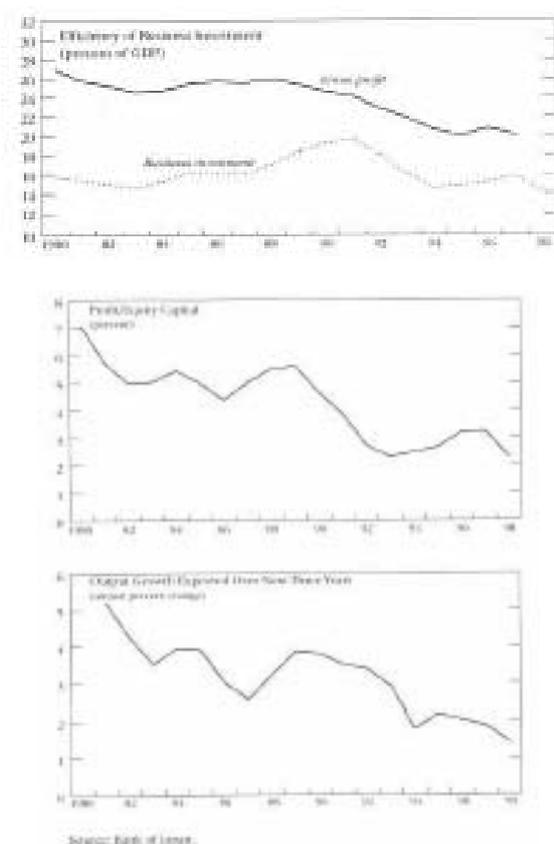
UNE CRISE SYSTÉMIQUE

Ainsi les *enchaînements vertueux* des années soixante-dix se sont-ils transformés en autant de *cercles vicieux* qui propagent les déséquilibres d'un secteur à l'autre. Dans ces conditions, on peut qualifier de crise systémique le fait que d'une part l'articulation des conditions réelles et monétaires ne permet pas un rééquilibrage endogène de la situation des banques comme des entreprises non financières et que d'autre part, ces déséquilibres macroéconomiques se propagent ou sont aggravés par les enchaînements pervers que l'on observe dans la quasi totalité des sphères de l'activité économique, financière et sociale.

Non-redressement du profit

L'éclatement de la bulle boursière et immobilière aurait a priori pu marquer un simple ajustement limité à ces deux secteurs. Il n'en est rien, puisque les analyses qui précèdent montrent à l'évidence que s'initie une spirale de contraction d'abord de l'activité puis du crédit sous l'effet de la détérioration de la situation financière des banques. La réduction du crédit frappe le plus directement l'investissement des petites et moyennes entreprises. La première vague d'ajustement s'avère donc insuffisante car les difficultés rencontrées pour l'emploi induisent un comportement prudent en matière de consommation. En conséquence, de période en période, les surcapacités ne sont pas corrigées ce qui entraîne une déflation, certes plus modérée que celle que l'on avait observée de 1929 à 1932 aux Etats-Unis, mais qui n'en a pas moins pour conséquence de durcir la contrainte des remboursements des prêts bancaires. La détérioration de la rentabilité des firmes et son non-redressement tout au long de la période montrent clairement qu'il s'agit non d'un cycle conjoncturel mais d'une crise structurelle (Graphique 3).

Graphique 3 - Le non-rétablissement du profit, indice d'une crise et non pas d'un cycle traditionnel



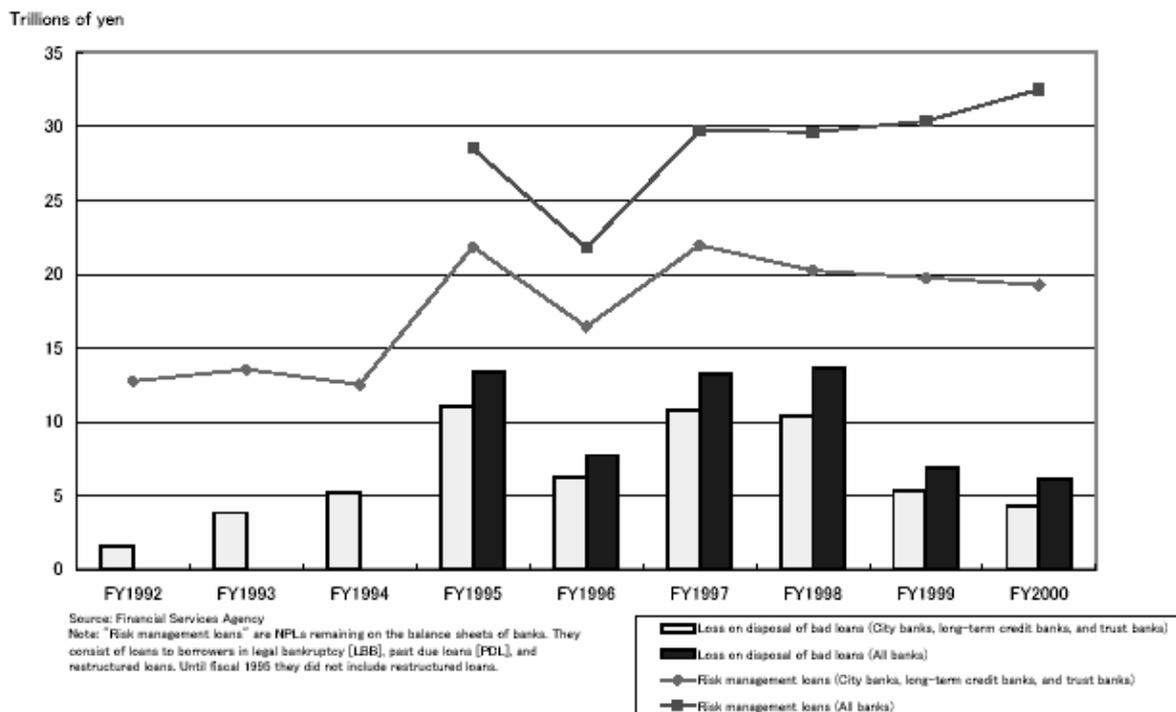
Source : Bayoumi TAMIN, Collyns CHARLES (EDS) (2000), *Post- Bubble Blues, How Japan Responded to Asset Price Collapse*, International Monetary Fund, Washington DC.

Une crise bancaire rampante

A cette première source de contraction de l'activité économique s'ajoutent les limites que rencontre la *politique monétaire* et ses relations avec la *crise bancaire*. En effet, faute d'un programme précoce et massif de traitement des mauvaises dettes, la baisse des taux d'intérêt, jusqu'à un taux quasiment nul ne permet pas la résorption des problèmes. Elle les aggraverait plutôt en incitant à un report dans le temps du nettoyage des bilans bancaires comme de la restructuration des entreprises qui sont à l'origine des crédits impayés. On constate effectivement une nouvelle montée des mauvaises dettes à la fin des années quatre-vingt-dix, longtemps après l'éclatement de la bulle spéculative (Graphique 4). D'où la tentation d'une politique

monétaire dite hétérodoxe, consistant à racheter les actifs financiers et même réels détenus par les banques (Ito, 2003). C'est reconnaître que les outils de la Banque centrale du Japon sont donc devenus inopérants au point d'alimenter une seconde spirale défavorable en terme de création d'une nouvelle vague de crédits irrécouvrables.

Graphique 4 – Evolution des pertes associées aux créances irrécouvrables et du montant résiduel



Source : Keiichiro KOBAYASHI and Masaru INABA (2002), Japan's lost decade and the complexity externality, RIETI Discussion Paper Series 02-E-004, March

Un endettement public croissant

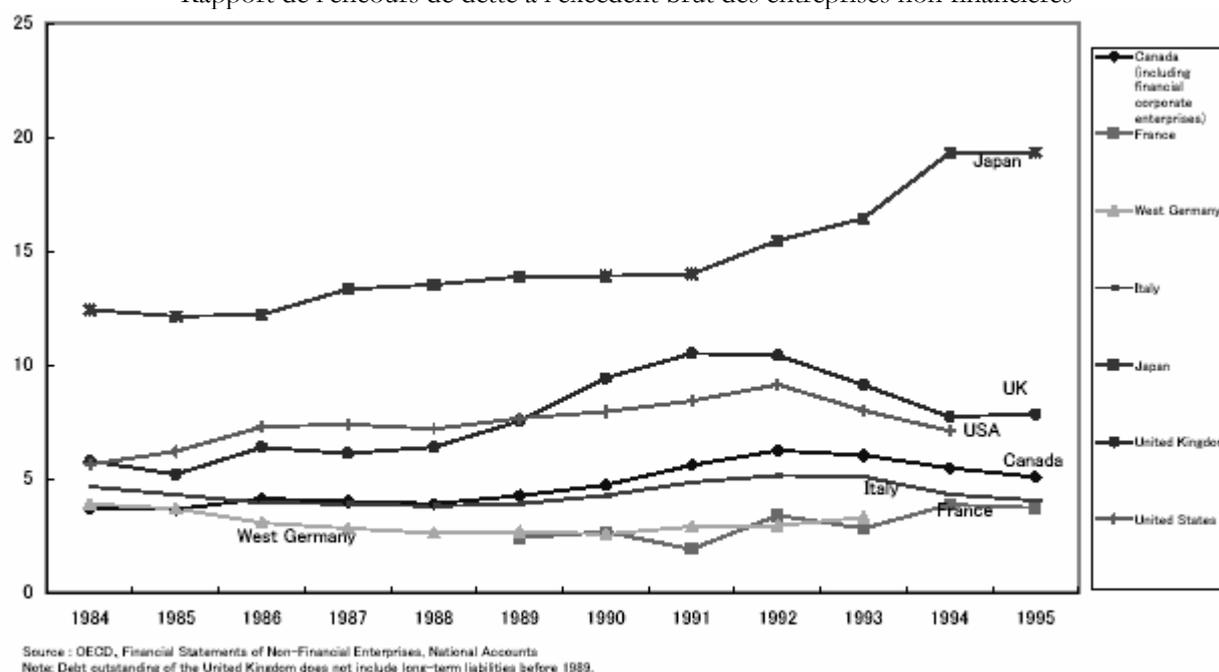
Il en est de même pour la politique du *Ministère des Finances*. La persistance du faible niveau d'activité économique suscite une série de plans de relance. Mais comme ils empruntent les canaux des compromis institutionnalisés en vigueur dans les années soixante, à savoir surtout des dépenses de travaux publics, les effets multiplicateurs sont limités puisque les dépenses publiques ne soulagent pas les secteurs manufacturiers en surcapacité, sans pour autant accroître la capacité de remboursement des emprunts publics en stimulant l'offre compétitive. Au mieux, l'entrée dans une récession plus profonde est évitée, mais les maux de l'économie japonaise ne s'en trouvent pas éradiqués. En quelque sorte, la montée continue de l'endettement public (cf. graphique 2, ci-dessus) manifeste un second aspect de la crise structurelle.

Les facteurs de crise se propagent à l'ensemble de l'économie

Par ricochet, la quasi-totalité des autres domaines de l'activité économique s'en trouve affectée. La faiblesse du taux d'intérêt et du rendement de la dette publique affectent négativement le revenu des ménages japonais plus qu'elle ne stimule leur volonté d'endettement comme ce serait le cas aux Etats-Unis (Katz, 2003). C'est un autre facteur qui pèse sur les décisions de *consommation*, qui sont aussi affectées négativement par l'incertitude qui prévaut depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Dans ce contexte les institutions financières telles que les sociétés d'assurance, ne peuvent plus garantir les taux de rendement qui étaient inscrits dans les contrats négociés antérieurement. Sous peine de mise en faillite, les compagnies d'assurance-vie sont conduites à demander au gouvernement la légalisation d'une renégociation à la baisse du rendement garanti par les contrats antérieurement négociés.

Un dernier indice de crise tient à la détérioration quasi-continue de situation financière des firmes, comme en témoigne la montée de l'importance relative des dettes par rapport aux profits que dégagent les firmes (Graphique 5). En effet, dans une conjoncture marquée par une déflation rampante et la volonté des firmes de se désendetter, on mesure le caractère paradoxal de la situation japonaise, caractérisée par la montée du ratio d'endettement rapporté aux profits. Cette évolution est aux antipodes de ce que l'on observe dans les autres économies de l'OCDE, marquées au contraire par une réduction de l'endettement. De ce fait, la situation financière des firmes tend à se détériorer et se cristalliser dans un endettement plus subi que voulu, qui enregistre en fait la somme des déséquilibres non résorbés. Nulle surprise si l'investissement des entreprises non financières se contracte sous le double effet de la détérioration de leurs résultats et de la prudence des banques qui, devenues conscientes du risque associé à leurs prêts, restreignent considérablement l'octroi de nouveaux crédits.

Graphique 5 – La situation financière des entreprises japonaises se détériore
Rapport de l'encours de dette à l'excédent brut des entreprises non financières



Source : Keiichiro KOBAYASHI and Masaru INABA (2002), Japan's lost decade and the complexity externality, RIETI Discussion Paper Series 02-E-004, March

Des cercles vicieux qui se renforcent les uns les autres

Or chacun de ces déséquilibres n'est pas isolé puisqu'ils se propagent d'une sphère à l'autre et se totalisent au niveau macroéconomique. La chute des cours boursiers affecte négativement le bilan des banques (Nikkei Weekly, 2003) ; cette détérioration des résultats des banques les incite à réduire encore les crédits aux entreprises, ce qui en retour affecte négativement l'investissement et par voie de conséquence la production et l'emploi. La morosité macroéconomique creuse les déficits publics du fait de l'existence de stabilisateurs automatiques, mais simultanément limite la capacité d'action des gouvernements pour relancer l'activité. Le taux d'intervention de la Banque du Japon tombe à zéro sans pour autant provoquer une reprise de la demande de crédit ; la situation financière des banques est apparemment améliorée mais la détérioration de la conjoncture fait apparaître une nouvelle vague de mauvaises dettes. La montée du chômage et les craintes sur la stabilité financière des banques développent l'attentisme concernant les décisions de consommation des ménages japonais. Enfin la faiblesse des taux d'intérêt de court terme se répercute sur le niveau des taux longs donc du rendement des portefeuilles financiers, ce qui frappe tout particulièrement les compagnies d'assurance vie qui se voient contraintes d'envisager une renégociation à

l'économie japonaise, sans doute parce que les modèles explicites ou implicites qui soutiennent ces propositions, ne correspondent pas à la configuration actuelle du Japon.

Un retour à l'âge d'or ?

La préservation de l'équilibre de la coalition politique au gouvernement et l'espoir d'un *retour prochain à l'âge d'or* de l'économie japonaise alimentent une première conception en vertu de laquelle il suffirait d'appliquer les *mêmes politiques* que celles déjà menées – relances budgétaires périodiques, approches pragmatiques et gradualistes des réformes dites de structure – pour que l'économie japonaise finisse par surmonter les difficultés de la décennie perdue. L'ensemble des arguments précédemment développés suggère que cet espoir est vain car institutions, spécialisation, patrimoines, insertion internationale, ont évolué et introduit autant d'*irréversibilités*. Comme le mode de régulation a changé, les mêmes politiques n'ont plus, en 2003, les effets qu'elles avaient dans les années soixante.

Une cible d'inflation pour la Banque centrale ?

Un second diagnostic fait de la *déflation* le cœur des problèmes que rencontre l'économie japonaise de sorte qu'il suffirait d'associer à la politique de taux d'intérêt zéro l'annonce par la banque centrale d'une *cible d'inflation à moyen terme* pour que s'amorce un retour vers une croissance plus soutenue. Cette idée, initialement formulée par Paul Krugman (1999), reprise récemment par Joseph Stiglitz (2003) a été centrale dans les débats menés entre responsables japonais. Séduisante, cette stratégie rencontre de grands obstacles dans sa mise en œuvre et son succès. Il se pourrait d'abord qu'elle s'appuie sur une analyse superficielle de la déflation : elle serait plus un symptôme que l'origine de la crise. La proposition d'une cible d'inflation s'inscrit dans le cadre d'un modèle macroéconomique tout à fait standard de type IS-LM qui suppose une parfaite transmission de l'impact du taux d'intérêt sur les décisions de prêt et d'investissement : ce n'est pas le cas lorsque le système bancaire est en quasi-faillite dès lors que l'on appliquerait les règles comptables en vigueur à l'échelle internationale (Nikkei Weekly, 2003b). De plus, les études économétriques suggèrent que l'investissement productif manifeste une très faible sensibilité aux variations du taux d'intérêt (Yoshida, 2002b). Il faudrait en outre supposer que la Banque du Japon est assez crédible et puissante pour renverser les anticipations des agents privés concernant le rendement de leur propre investissement dès lors que l'inflation induirait une baisse du taux d'intérêt réel. Or rien n'est moins sûr, d'autant plus que l'expérience de la politique d'abondance monétaire menée est éclairante : on ne saurait exercer une poussée sur une ficelle. En effet, jusqu'en 1996 la Banque centrale avait la possibilité d'agir sur la liquidité à travers l'évolution de la base monétaire mais depuis lors la liquidité ne répond pas à l'explosion d'une base monétaire qui fait plus que doubler (Graphique 6.A). De même, les banques ne manquent pas de dépôts mais décident de réduire leurs prêts, créant ainsi une divergence majeure entre dépôts et crédits (Graphique 6.B). En effet, elles préfèrent acquérir les titres publics émis massivement pour financer la succession et l'augmentation des déficits du budget de l'Etat (Graphique 6.C). Face à ces arguments on peut s'interroger sur les raisons qui continuent à faire de l'affichage d'un objectif d'inflation la ligne de clivage entre spécialistes de la politique macroéconomique japonaise.

Promouvoir la dépréciation du yen ?

Une troisième proposition cherche dans une *dépréciation forte du Yen* vis-à-vis du dollar les sources d'une relance de la croissance japonaise (Mezler, 2001). En un sens, l'un des mécanismes rejoint le précédent puisque la flambée des prix des importations en monnaie nationale devrait relancer l'inflation., de sorte que les deux propositions d'une cible d'inflation et d'une dévaluation du yen sont fréquemment associées (Stiglitz, 2003). Les études disponibles conduisent à douter de la puissance d'une telle méthode. Tout d'abord, parmi les sources de la croissance japonaise, le solde net du commerce extérieur a une contribution devenue faible dans les années quatre-vingt-dix (Yoshikawa, 2002a ; 2002b). Ce n'est pas surprenant dans la mesure où l'économie japonaise n'a bénéficié d'un régime de croissance tirée par les exportations que durant des périodes finalement courtes. D'autant plus que, dans le contexte international morose postérieur à l'éclatement de la bulle Internet, il n'est pas évident que les partenaires du Japon acceptent une telle stratégie d'exportation du chômage, soit typiquement une politique non-coopérative. Des simulations montrent qu'il faut pousser très loin la dévaluation du yen pour que se manifestent des

effets positifs sur l'inflation et la croissance (Sadahiro, 2002). Enfin, la Banque centrale du Japon a-t-elle les moyens de faire émerger le taux de change souhaitable, en fonction d'objectifs strictement domestiques ? Rien n'est moins sûr comme le montre rétrospectivement une analyse de l'influence de la Banque centrale : significative lorsqu'il s'agit de renforcer le yen, problématique lorsque l'objectif est au contraire sa dépréciation et que les autres Banques centrales ne participent pas de façon concertée à l'évolution des taux de change (Ramaswamy, Samiei, 2003). Enfin, la dépréciation du yen et l'éventuelle inflation qui en résulterait ne sont que des moyens très indirects pour surmonter la crise bancaire et le blocage du crédit qui en résulte. Tout porte à croire qu'il faudrait pousser très loin la chute du yen avant qu'apparaissent des effets favorables, ce qui ne manquerait pas d'affecter la crédibilité internationale du système financier japonais.

Une thérapie de choc libérale ?

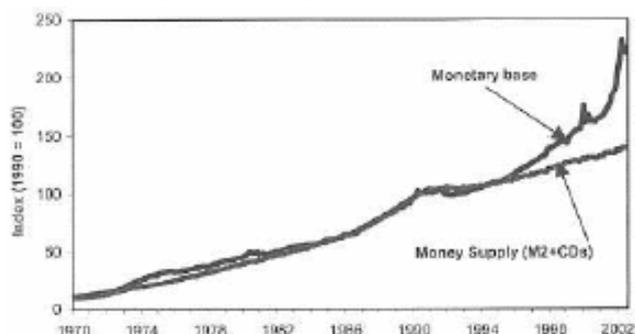
Traditionnellement, l'alternative à la poursuite du creusement des déficits vise un *plan de réformes structurelles radicales* et rapides, en quelque sorte un *big bang* qui induirait un renforcement de la concurrence dans tous les secteurs abrités de l'économie nipponne. Il est exact qu'à l'échelle internationale, la déréglementation des marchés des produits, tout particulièrement des télécommunications et autres services publics, a joué un rôle déterminant dans l'impact favorable à la croissance de la maîtrise des technologies de l'information (Boyer, 2001). Pourtant l'analyse historique, par exemple de la trajectoire américaine, montre que les bénéfices de la déréglementation ne s'observent qu'au bout d'une décennie de sorte qu'une stratégie, même de *big bang*, ne saurait produire des effets positifs qu'à cette échéance, quitte à court terme, à aggraver la tendance à la stagnation de l'économie nipponne, précipitant même une récession. Plus fondamentalement, les effets de stimulation de l'offre ne s'observent que pour autant que la demande ne s'effondre pas sous l'effet d'un basculement des vues sur l'avenir, devenues très pessimistes. D'autant plus qu'il faut se souvenir que l'économie japonaise juxtapose un secteur exposé, très efficace, avec un secteur très largement abrité qui joue le rôle d'amortisseur en matière d'emploi et de distribution du revenu.

Converger vers un capitalisme financier ?

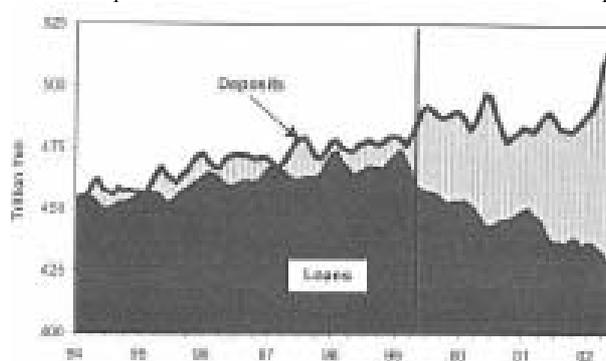
Une cinquième stratégie, moins souvent proposée depuis l'éclatement de la bulle Internet aux États-Unis, viserait à accélérer la *financiarisation de l'économie japonaise* dans l'espoir qu'elle relance la croissance. Cette proposition est tout à fait paradoxale. D'abord parce que, rétrospectivement, le Japon souffre d'une ouverture mal maîtrisée à la finance moderne (Nabeshima, 2000) porteuse d'une crise qu'il était même possible de détecter de façon précoce (Aglietta, 1992). Ensuite et surtout, une croissance tirée par les cours boursiers n'est concevable que si le patrimoine financier détenu par les ménages est suffisant et si l'investissement répond suffisamment aux anticipations de demande et à l'exigence de rendement associée à la recherche d'une valeur actionnariale. Comme ces conditions ne sont pas remplies par le Japon (Boyer 2000), dès lors, la financiarisation pénaliserait tant la croissance et l'emploi que les profits et l'investissement, soit une situation dans laquelle tous les acteurs sont perdants. Enfin, le retournement boursier intervenu aux États-Unis depuis mars 2000 et le caractère incertain des évolutions macroéconomiques observées depuis lors montrent le pouvoir de stimulation de la conjoncture, mais aussi de déstabilisation, de la financiarisation.

Graphique 6 – Une politique monétaire accommodante devenue impuissante

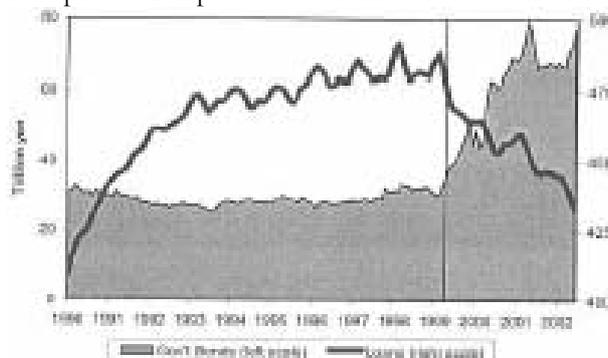
A – Explosion de la base monétaire mais continuité de l'évolution de la masse monétaire totale



B – Des dépôts bancaires mais de moins en moins de prêts



C – Les achats de titres publics remplacent les crédits à l'économie dans le bilan des banques



Source : KATZ Richard (2003), *Japanese phoenix. The long road to economic revival*, M.E. Sharpe, Armonk, p.135 et127

La Banque centrale : acheteur en dernier ressort des actifs dévalorisés ?

La poursuite des difficultés de l'économie japonaise comme le changement du gouverneur de la Banque du Japon (au printemps 2003) ont mis au premier plan l'intérêt, voire la nécessité d'une *politique monétaire hétérodoxe*. Sous ce terme codé, on désigne une politique de rachat des actifs boursiers détenus par les banques, le relèvement du plafond de refinancement des titres publics ou encore l'achat par la Banque du Japon d'actifs financiers libellés en monnaie étrangère (Nikkei Weekly, 2003c), voire même l'acquisition de biens immobiliers dont le prix continue à baisser près de douze années après l'éclatement de la bulle. Proposition surprenante ! En effet, la Banque Centrale ne soulage que très indirectement le problème des mauvaises dettes qui s'accumulent dans les banques en ne soustrayant de leur bilan que les actifs boursiers dévalorisés mais pas les prêts non performants. Il n'est dès lors pas surprenant que cette stratégie ne parvienne pas à enrayer la faillite de la cinquième institution financière japonaise en mai 2003 (Pons, 2003). Il s'avère dès lors nécessaire de faire intervenir le budget public et non plus seulement l'accès à la liquidité

de la banque centrale : tel est l'enseignement majeur d'une analyse statistique du coût des crises bancaires qui finit toujours par retomber sur le budget public (Dehove, 2003). Deux autres raisons conduisent à douter de la pertinence de cette stratégie. Est-il légitime pour une banque centrale de vouloir influencer la formation du prix des actifs lorsque ceux-ci baissent après éclatement d'une bulle, alors qu'elle ne s'est pas préoccupée d'en modérer la spéculation dans la phase antérieure ? Concernant les prix de l'immobilier par exemple, la valeur d'équilibre sera atteinte lorsque sera restauré un rapport réaliste entre valeur et rendement de l'immobilier, sans que la banque centrale puisse prétendre influencer sur ce retour à l'équilibre, si ce n'est en le bloquant...un temps (Nikkei Weekly, 2003d). Enfin et surtout, alors que l'opinion publique doute de la solidité du système financier, tout particulièrement de la santé des banques, est-il de bonne méthode de monétiser de mauvaises créances ? Voilà qu'une banque centrale se met à émettre de la mauvaise monnaie dans l'espoir de restaurer la confiance, paradoxe renversant à une époque tout entière centrée sur les questions de crédibilité et de confiance des institutions monétaires (Aglietta, Orléan, 2002).

Last but not least, autant une intervention rapide et massive à l'orée d'une crise de liquidité peut être efficace – on songe à la réaction de la Federal Reserve lors de la crise boursière de 1987 ou encore à l'occasion de la quasi-faillite de LTCM puis à la baisse rapide des taux après l'éclatement de la bulle Internet – autant elle devient problématique après une dizaine d'années de déflation du prix des actifs. La crise n'est plus simplement de liquidité mais de solvabilité des banques et ce problème doit être adressé de façon frontale.

IRVING FISHER PLUTÔT QUE JOHN-MAYNARD KEYNES

Il se pourrait que ces stratégies discutables dérivent en fait d'une représentation inadéquate des origines et de la nature de la crise japonaise. En effet, on note un remarquable *retour du modèle IS-LM*, alors même que les recherches macroéconomiques contemporaines ont développé de tout autres lignes d'analyse en particulier entre finance et activité économique. En fait, nombre d'auteurs semblent avoir adopté l'hypothèse avancée par Paul Krugman de l'existence d'une trappe à liquidité, telle que formulée dans la Théorie Générale. Compte tenu des anticipations de long terme qui façonnent la position de l'équilibre épargne - investissement et de l'équilibre monétaire, le taux d'intérêt réel assurant l'équilibre macroéconomique serait négatif. Or, en dépit d'un taux d'intervention de la banque centrale nominal quasiment nul, la persistance d'une baisse des prix à la consommation, comme des prix à la production, conduit à un taux d'intérêt réel positif qui pénalise l'investissement (figure 3.A). De cette analyse dérive la proposition en vertu de laquelle la Banque centrale devrait annoncer un taux cible pour l'inflation à moyen terme et déclarer qu'elle est prête à gérer l'approvisionnement en liquidité des banques en conséquence.

Une politique monétaire impuissante

Clairement l'économie japonaise ne répond pas à cette simulation (graphique 1, supra). C'est au demeurant la conséquence logique des caractéristiques déjà mentionnée de l'économie nippone des années quatre-vingt-dix. Pas d'impact évident du taux d'intérêt sur l'investissement, absence de prise en compte dans le modèle IS-LM des contraintes de rationnement du crédit, lui-même expression de la stratégie des banques face à des structures de bilan très dégradées, perte de stabilité du multiplicateur de monnaie banque centrale (comme le montre le graphique 6.A, supra). En effet, ce modèle keynésien ne traite pas de l'impact des structures de bilan sur les décisions d'investissement et d'épargne. Il s'agit moins d'ailleurs d'un effet de richesse qui frapperait les ménages japonais (ils ne détiennent qu'une fraction minimale du patrimoine boursier) que de l'effet des mauvaises dettes sur l'octroi de crédit par les banques et symétriquement des pertes ou des faibles profits des entreprises non financières sur leur demande de crédit.

En fait comme le reconnaissent aujourd'hui nombre de chercheurs (Yoshikawa, 2000 ; 2002a ; Kobayashi, 2002 ; 2003) c'est plutôt à un modèle qui lie tentative de restauration de la *situation patrimoniale et déflation* qu'il faut recourir. A cet égard, l'analyse d'Irving Fisher (1933) de la dépression américaine de 1929-1932, fournit un point de départ pertinent (figure 3.B). Ce modèle avait été remis à l'honneur à l'occasion de la crise boursière américaine de 1987 (Boyer, 1988) et à cette occasion avait fait l'objet d'une extension (Wolfson, 1996). En effet, dans le modèle original d'Irving Fisher, les firmes face à un brusque

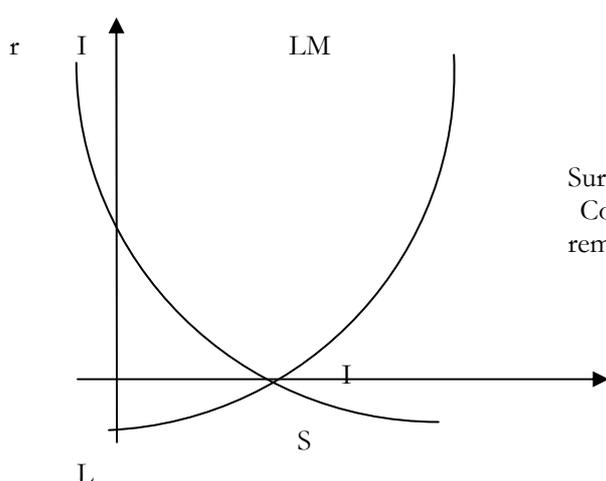
ralentissement économique tentent de se désendetter pour résorber le surendettement qui s'était développé pendant la période d'euphorie. Elles procèdent alors à des ventes en catastrophe sur le marché des produits ce qui implique une baisse qui rend plus difficile le remboursement des obligations de remboursement qui s'expriment en termes nominaux. Ainsi, la réduction de l'encours de crédit implique une contraction de la liquidité, indépendamment même de toute politique restrictive de la Banque centrale. Contrairement à ce que supposerait un mécanisme d'encaisse réelle dans un modèle à monnaie exogène, la masse monétaire est en fait endogène. D'où une nouvelle vague de ventes de détresse qui accentue la contraction de la production, de l'emploi. On aura reconnu les enchaînements typiques de l'économie américaine de l'entre-deux guerres.

Un système bancaire accablé de mauvaises dettes

Ce mécanisme est présent dans l'économie japonaise à partir du milieu des années quatre-vingt-dix mais un second facteur, plus important encore, contribue à entretenir la déflation. En effet, le prix de la quasi-totalité des actifs tend à chuter qu'il s'agisse de la bourse ou de l'immobilier, de sorte que c'est principalement *l'interdépendance du prix des actifs* qui propage la déflation des entreprises non financières aux banques, des banques aux compagnies d'assurance et ainsi de suite. L'originalité nipponne est que la déflation demeure modérée et ne s'accélère pas au cours du temps, sous le double impact d'une politique monétaire extrêmement permissive et d'une succession de relances budgétaires. On serait tenté d'y voir un « krach lent » si la dénomination n'était pas une contradiction dans les termes. Cette lenteur des ajustements tient pour partie au fait que les valeurs de bilan n'enregistrent qu'avec retard et partiellement la chute des cours et des prix de l'immobilier. Une deuxième particularité tient au fait que c'est simultanément la demande de crédit par les entreprises et les ménages et l'offre de crédit qui se contractent. Pourtant, c'est dans le bilan des banques que se totalisent toutes les tensions : montée des crédits impayés, perte en capital associée à la chute des cours boursiers, absorption massive des titres émis par le gouvernement pour financer la dette.

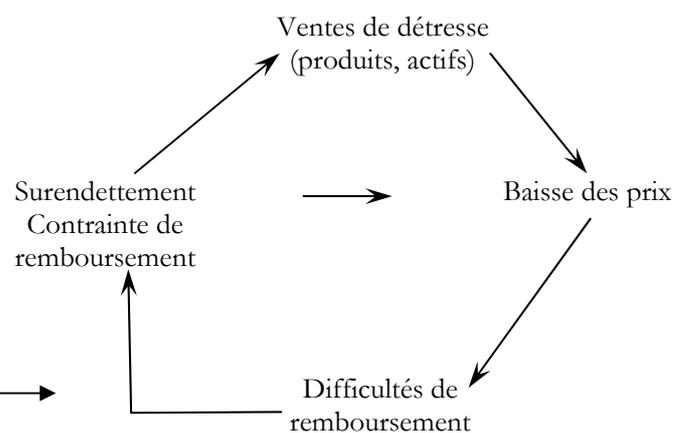
Figure 3 – John-Maynard Keynes versus Irving Fisher

A - UNE TRAPPE À LIQUIDITÉ À LA JOHN-MAYNARD KEYNES



Paul KRUGMAN

B - UNE SPIRALE DÉFLATIONNISTE LIÉE AU SURENDETTEMENT À LA IRVING FISHER



Keiichiro KOBAYASHI

Voilà pourquoi tout plan visant à surmonter la crise japonaise doit prendre pour point de départ la restauration de la santé des banques et par extension du système financier. Mais cette stratégie a déjà été tentée à travers divers plans encourageant le transfert des mauvaises créances à des institutions spécialement créées à cet effet (*Resolution and Collection Corporation – RCC*) sous la supervision de la *Financial Supervision Agency – FSA* – spécialement chargée de procéder à l'inspection des banques et leur

restructuration. Or la mise en œuvre de cette politique n'est pas parvenue à faire converger l'économie japonaise vers un sentier de croissance soutenue (Japan Almanac, 2002).

POURQUOI LES POLITIQUES ÉCONOMIQUES ONT ÉCHOUÉ

Les développements précédents conduisent à avancer une hypothèse centrale : l'échec des politiques économiques suivies par les divers gouvernements depuis 1991 tient à la *disparition de la complémentarité* entre formes institutionnelles qui garantissait l'efficacité de la politique monétaire et budgétaire, sans que pour autant il soit possible de faire émerger une *nouvelle architecture institutionnelle*, dotée d'une cohérence équivalente mais différente. En fait, la difficulté de transition est directement liée à une double complémentarité institutionnelle tant de la configuration institutionnelle initiale que celle visée par les décideurs publics et privés (figure 4). Ce qui rend l'élaboration de la politique économique spécialement difficile.

Une complémentarité institutionnelle, hier vertueuse...

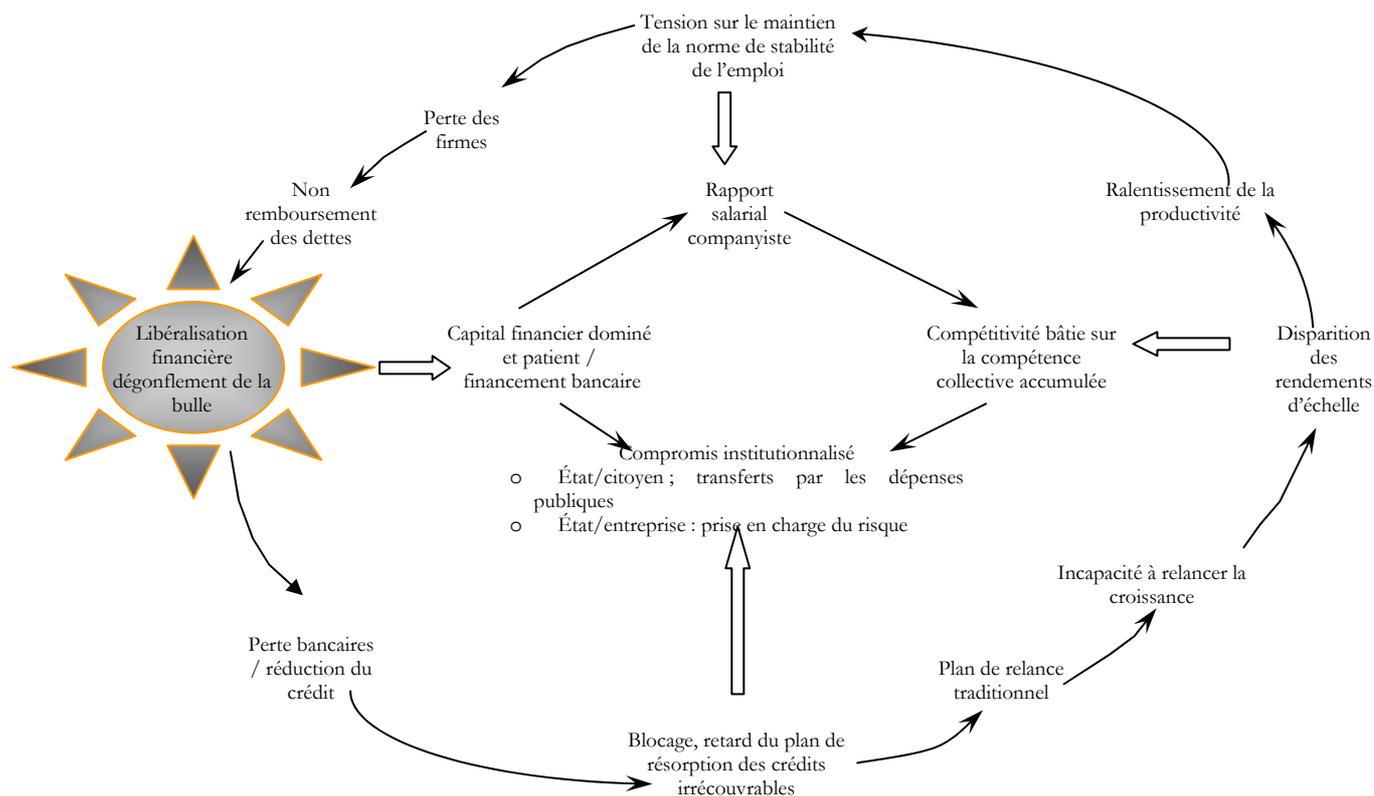
On l'a déjà souligné, la stabilité et le dynamisme de la croissance japonaise tenaient à la *synergie entre quatre caractéristiques institutionnelles* : un capital financier dominé et patient permettait un double compromis institutionnalisé au niveau des relations État - citoyens comme entreprises – salariés. Ce dernier permettait une spécialisation internationale fondée sur l'accumulation de compétences au niveau de la grande firme, caractéristique qui permettait elle-même la permanence du compromis salarial companyiste, complété par une relation salariale bien différente dans le secteur abrité des services (Ribault, 1999). C'est par rapport à la synergie organisée par ces quatre formes institutionnelles que la politique économique était efficace. D'une part le budget public organisait les transferts de revenus entre le secteur performant à l'échelle internationale et les secteurs plus traditionnels. D'autre part, la politique monétaire participait à la faiblesse du coût du capital à travers des taux d'intérêt réels spécialement faibles, ce qui par parenthèse a suscité un alourdissement en capital des structures productives donc à long terme, une évolution défavorable. On observait en quelque sorte une complémentarité entre ce style de politique économique et le mode de régulation companyiste.

...Mais déstabilisée par la libéralisation financière

Or *l'ouverture à la finance internationale* va finir par déstabiliser cette cohérence institutionnelle, entraînant de ce fait une perte d'efficacité des instruments traditionnels de la politique économique. Le fait que les grandes entreprises puissent avoir accès à un financement direct grâce à l'émission d'actions et d'obligations sur la marché national et international tend à relâcher les relations entre banque principale et firmes appartenant au même groupe. Plus encore, cette érosion de l'activité de crédit incite les banques à se tourner vers des opérations plus risquées ; elles dirigent leurs prêts vers de petites et moyennes entreprises qui vont entrer en crise du fait du ralentissement de la conjoncture et du durcissement de la concurrence internationale, en particulier du fait de la surévaluation du yen. Les banques sont aussi amenées à détenir des actions et des obligations qui vont entraîner dans certains cas des pertes en capital, donc limiter plus encore l'octroi de crédits. Or l'investissement qui était traditionnellement le moteur de la croissance, ralentit considérablement dans les années quatre-vingt-dix. En effet, se tarissent les rendements d'échelle qui étaient à l'origine des gains de productivité et par voie de conséquence de la croissance. Comme ce ralentissement n'était pas anticipé, la préservation de la relation salariale companyiste dans le secteur exposé implique une évolution de la distribution des revenus défavorable au profit, ce qui inhibe la reprise de l'investissement. Les cours boursiers des firmes en sont directement affectés, négativement. Les pertes des firmes non financières débouchent sur l'impossibilité de remboursement de certains prêts aux banques. Les déséquilibres accumulés se cumulent dans le bilan des banques qui se trouvent supporter et concentrer la majorité des risques financiers, ce qui n'était pas le cas dans la période faste de croissance, car les banques jouissaient alors de la coordination et de la garantie implicite du Ministère des finances. Le drame est que, de ce fait, les banques étaient fort mal armées pour analyser les risques contrairement à leurs homologues américaines ou même européennes. Pour partie la brutalité du

retournement du comportement de prêt tient à cette prise de conscience, tardive mais vigoureuse, que l'activité de crédit est risquée. Pour résumer, ces changements initialement perçus comme marginaux se cumulent pour impliquer une transformation de la nature même du mode de régulation qui perd une partie de ses propriétés stabilisatrices. C'est au contraire *une spirale déflationniste* qui s'installe comme résultat (figure 4).

Figure 4 – Une complémentarité institutionnelle est remise en cause par l'impact à long terme de la libéralisation financière... Cela explique l'échec des politiques économiques de la décennie perdue



Les politiques tendent dès lors à corriger les déséquilibres financiers et promouvoir des réformes permettant la restructuration des firmes et des différents secteurs. Le modèle implicite n'est autre que celui de l'économie américaine des années quatre-vingt-dix marquée par le dynamisme du secteur des technologies de l'information. L'idée est d'introduire des institutions et/ou formes d'organisation inspirées de ce pays. Pourtant cette stratégie bute sur le fait que l'introduction effectuée séparément de ces diverses institutions n'est pas suffisante pour reproduire les *synergies observées aux États-Unis*. En effet, les analyses font ressortir la *complémentarité* entre l'importance du patrimoine financier des ménages, le mode d'organisation et de contrôle des grandes firmes, la flexibilité externe observée sur le marché du travail, sans oublier toute les institutions qui facilitent le passage d'avancées scientifiques à la création de jeunes pousses (Boyer, 2001). Dès lors, l'introduction de certaines de ces caractéristiques se heurte au fait qu'elles ne manifestent leur efficacité qu'à moyen – long terme et surtout qu'elles supposent un ajustement analogue dans les autres sphères de l'activité économique et la société. L'analyse historique suggère qu'une stratégie que l'on peut qualifier d'américanisation se heurte au fait que les institutions de la nouvelle économie se sont forgées progressivement à travers un processus d'essais et d'erreurs, à l'issue duquel se manifeste une co-évolution qui peut être lue comme l'expression d'une complémentarité institutionnelle (Amable, 2003 ; Boyer, 2002a). Pour sa part, la formalisation montre effectivement l'existence d'un seuil de financiarisation à partir duquel une politique de stabilité de l'emploi et de formation de compétences propres à la firme n'est plus viable, mais qu'*a contrario* une économie de marché financier caractérisée par la

prédominance d'innovations radicales suppose une contractualisation de la relation salariale fondée sur la rapidité de l'ajustement de l'emploi (Amable, Ernst, Palombarini, 2002).

Des réformes institutionnelles difficiles car interdépendantes

Une explication en terme de complémentarité trouve un quatrième point d'application lorsqu'on analyse les *relations croisées entre diverses réformes institutionnelles*. Quelques exemples.

- Le Ministère du travail japonais a fréquemment proposé la construction de *marchés externes* bâtis sur la compétence professionnelle, pour mieux permettre la mobilisation par les firmes des potentialités des nouvelles technologies. Or toute la politique des firmes depuis le début du XXe siècle avait au contraire visé à la construction de *compétences idiosyncratiques* propres. La réforme d'une composante de la relation salariale suppose simultanément le changement d'une autre de ses composantes. On observe de plus que le compromis companyiste s'est plutôt renforcé dans les années quatre-vingt-dix, période au cours de laquelle, contrairement à l'attente, la vitesse de l'ajustement de l'emploi ne se révèle pas (Boyer, Juillard, 1999). Cette stabilité observée au niveau macroéconomique n'est pas invalidée par une analyse de données de panel portant sur des firmes de l'industrie électronique (Lechevalier, Hulin, 2003).

- Le Ministère de l'éducation entend dynamiser la *recherche fondamentale* dans les universités japonaises pour mieux insérer le pays dans l'économie, de la connaissance. Or, le succès des réformes correspondantes suppose aussi que soit réexaminé le système d'innovation dans son ensemble (Boyer, 2003), en particulier le financement de la recherche, les relations entre universités et entreprises, ou encore le traitement des droits de propriété intellectuelle pour ne pas mentionner l'organisation d'une plus grande concurrence entre les universités devenues des entités autonomes. A nouveau, ces mesures n'ont d'impact qu'à long terme et pour autant qu'elles parviennent à *synchroniser recherche, financement, type d'innovation, formation des compétences*. Mais symétriquement, la poursuite d'une adaptation à la marge du système d'innovation antérieur n'est pas nécessairement suffisant pour redresser de façon durable la croissance (Coriat et Al., 2000).

- La *dérégulation* a contribué à donner au marché financier un rôle d'évaluation des firmes beaucoup plus important que par le passé, quitte à combiner ces nouveaux mécanismes avec les anciens plus directement centrés sur l'intermédiation bancaire (Yoshimura et al., 1999). Mais comment procéder à cette évaluation externe si la comptabilité des firmes cotées n'est pas ajustée aux normes internationales ou même plus simplement à la réalité de leur situation (Nikkei Weekly, 2003c). Pas de contrôle par les marchés financiers si les *procédures d'information et les normes comptables* ne sont pas réformées en conséquence. Au demeurant, ce problème se pose même pour les économies qui étaient réputées les plus avancées en matière de transparence et de bonne gouvernance (Mistral, 2003).

- Les *réformes structurelles* visant à la déréglementation de certains secteurs abrités ont pour effet immédiat de contracter l'activité et d'aggraver les problèmes d'emploi, alors même que le chômage déclaré atteint un niveau sans précédent. Il serait de bonne méthode de compenser ces effets défavorables par une *politique de relance* par les dépenses publiques ou la réduction des impôts....ce qui s'avère spécialement difficile compte tenu des niveaux déjà atteints par l'endettement public et les déficits courants. De ce fait, des stratégies souvent présentées comme alternatives (*big bang versus* politique de relance) sont en fait complémentaires mais la trajectoire suivie tout au long des années quatre-vingt-dix, rend de plus en plus problématique la synergie entre ces deux volets de la politique.

- Même dilemme concernant les relations entre *politique monétaire* et méthode de *surveillance prudentielle*. D'un côté, la politique de taux de refinancement quasiment nuls soulage les résultats des banques, sans pour autant les inciter à régler une fois pour toute la question des prêts irrécouvrables. De la même façon, la faiblesse des taux d'intérêt – toute relative si on l'exprime en terme réel et surtout si l'on croit à l'existence d'une trappe à liquidité – n'incite pas les firmes à alléger la structure de leur capital, alors même que c'est l'une des causes de la difficulté que rencontrent les firmes dans l'industrie manufacturière. D'où les incertitudes dans la conduite de la politique monétaire et prudentielle que l'on ne cesse d'observer au cours des années récentes.

- Un autre exemple porte sur la question de l'*assurance des dépôts bancaires*. D'un côté, les théories de l'aléa moral s'appliquent et l'on a pu montrer que cette garantie incite très généralement les banques à prendre plus de risques dans leurs opérations de crédits. La fréquence des crises bancaires en est diminuée mais le coût de leur résolution lorsqu'elles éclatent est plus élevé (Dehove, 2003). D'un autre côté, si comme le tente le gouvernement japonais à la fin de l'année 2002, on annonce la suppression de cette assurance des dépôts, il n'est pas surprenant que s'accroissent l'incertitude et le doute des déposants. Se pose donc la question du calendrier des réformes : une telle atténuation de la garantie des dépôts serait beaucoup moins préjudiciable dans une période stabilité financière. De plus, rationnelles, les banques avaient la possibilité d'en tenir compte et de ce fait adopter à l'avenir des comportements moins risqués.

- Le même raisonnement s'applique à la question des *ratios prudentiels* s'imposant aux banques. En régime permanent le long d'un sentier de croissance à peu près prévisible, ce dispositif consolide plutôt la stabilité financière des banques. Mais si l'institution de cette réglementation est décidée au cœur d'une crise bancaire, la tendance qu'ont les banques à réduire le crédit s'en trouve accrue, ne serait-ce que parce qu'elles ont à satisfaire à la législation lors d'une période où leurs résultats financiers sont médiocres, voire négatifs.

Et pourtant, chacune de ces mesures, dans le champ qui lui est propre et en régime permanent, est utile. Mieux encore, leur conjonction déboucherait sur un système économique beaucoup plus résilient et susceptible de favoriser la croissance. Mais comment procéder ? La question est spécialement difficile car elle traite d'un problème qui n'a été clairement posé que très récemment, à l'occasion de la transformation des économies de type soviétique : quelle serait la meilleure séquence des réformes institutionnelles et mesures de politique économique pour promouvoir la transition d'un régime à un autre ?

UN NEW DEAL POUR LE JAPON

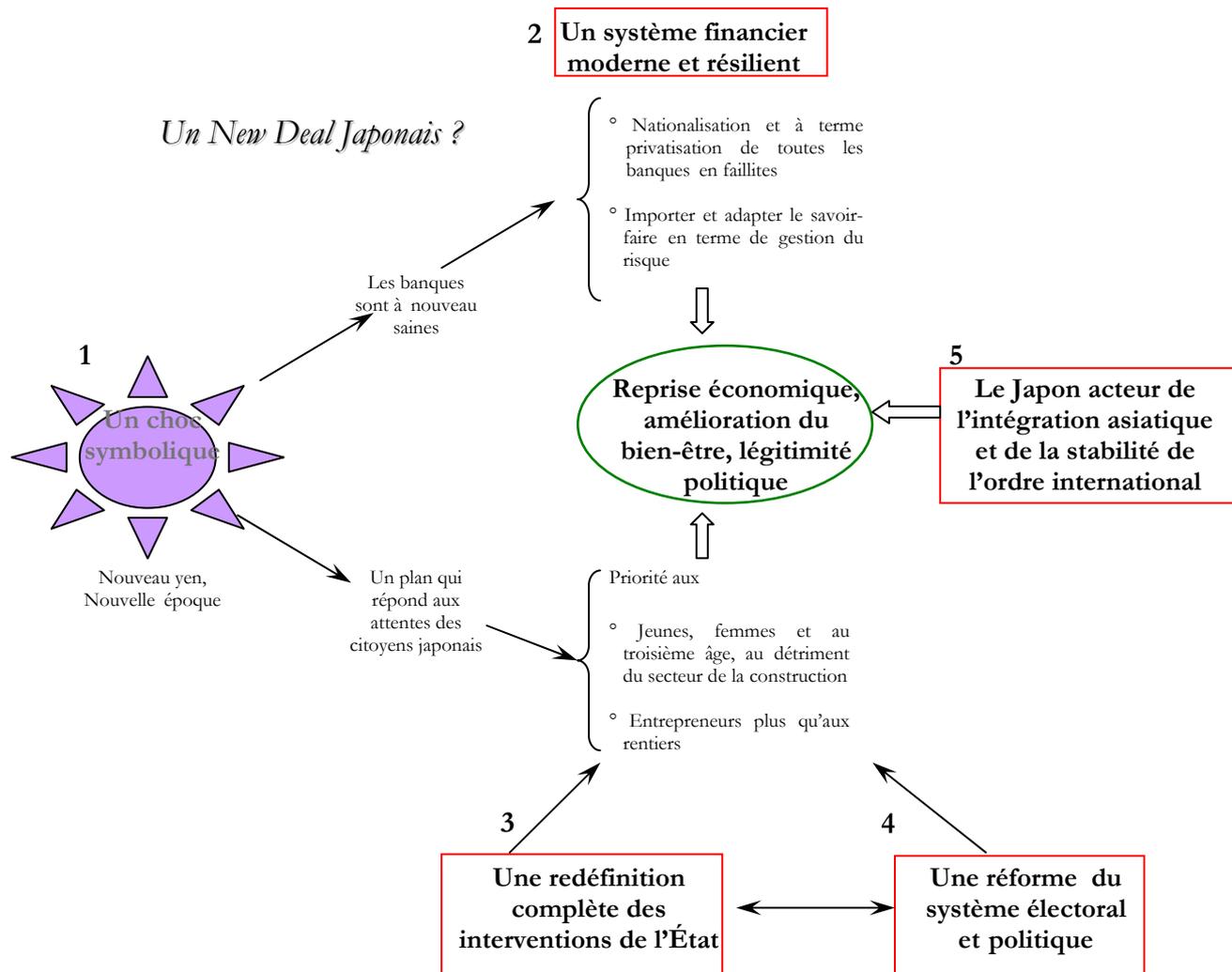
Les analyses qui précèdent suggèrent que toute stratégie de sortie de crise doit prendre en compte au moins trois objectifs. D'abord *solder la crise bancaire* et financière car la crédibilité et la viabilité du système de paiement et de crédit est une condition *sine qua non* pour surmonter l'actuel marasme économique. En second lieu, il importe de synchroniser les anticipations des divers acteurs afin que puisse reprendre la dynamique de l'investissement et d'une croissance, certes modérée, mais significative. Enfin et surtout, il importe d'annoncer une séquence complète de mesures de politique économique s'échelonnant dans le temps mais définissant une stratégie a priori cohérente, surmontant ainsi la vision court termiste qui ne cesse de peser sur la politique économique japonaise. Trop souvent, les décideurs politiques n'attendent-ils pas les chiffres de la dernière enquête de conjoncture pour arrêter une politique : soit un soutien de l'activité si l'indicateur est mauvais, soit l'annonce de réformes structurelles s'il est favorable. A la lumière de ces objectifs, il est possible de concevoir l'équivalent d'une nouvelle donne pour le Japon à travers la succession de cinq étapes (figure 5).

Un choc symbolique à travers l'institution d'un nouveau yen

La première étape de ce New Deal n'est autre que la *restauration de la confiance* dans le système financier. Dans ce but, le gouvernement annonce solennellement la création d'une nouvelle monnaie, le Nouveau Yen représentant 100 yens de l'ancienne monnaie. Tous les actifs et les passifs sont instantanément convertis dans la nouvelle unité monétaire et immédiatement l'agence de supervision financière procède à l'inspection de toutes les banques et institutions financières affiliées. Toutes celles qui s'avèrent solvables et liquides, reçoivent l'autorisation d'activité, sous les conditions d'une nouvelle législation bancaire, inspirée par les pratiques et normes en vigueur à l'échelle internationale. Par contre, toutes les banques non viables sont immédiatement *nationalisées*, recapitalisées par l'émission de titres publics et tous leurs dirigeants sont remplacés par des gestionnaires chevronnés recrutés à l'échelle internationale. Leur fonction est de développer tous les outils internes d'évaluation du risque et de redresser l'activité afin de privatiser les banques une fois redevenues profitables. Cette intervention est *simultanée* dans tout le système

bancaire et financier et non pas échelonnée dans le temps car il est annoncé que cette opération intervient une fois pour toute et pour solde de tout compte. L'assurance sur les dépôts est maintenue pour une période suffisamment longue pour que les déposants retrouvent la confiance en leur banque, les ratios prudentiels préconisés par la BRI s'appliquent et une rémunération des dépôts est encouragée.

Figure 5 – Cinq grandes mesures pour un New Deal japonais



Cette proposition suppose implicitement que le régime bancaire et monétaire n'est pas neutre puisque le choc symbolique et purement nominal du changement de monnaie annonce *une nouvelle ère* au cours de laquelle les règles du jeu sont changées. Il est par exemple essentiel que toutes les comptabilités en anciens yens soient arrêtées et que les comptes ouverts en nouveaux yens soient authentifiés par des commissaires aux comptes, sous la supervision de la FSA. Cette étape est la première d'un New Deal à la japonaise car l'observation des crises récentes (en Russie, en Argentine, et dans beaucoup d'autres pays) montre que, simultanément avec la garantie des droits de propriété, le système des paiements et du crédit est l'*institution cardinale* du capitalisme sans laquelle aucune autre réforme ne peut porter ses fruits.

Des interventions publiques dirigées vers les nouvelles demandes sociales et l'esprit d'entreprise

Le nettoyage du bilan des banques, sans autres mesures d'accompagnement, a toutes chances de se traduire par la restructuration ou la mise en faillite d'un certain nombre d'entreprises incapables d'honorer

leurs dettes. L'objectif est cependant de minimiser le nombre de ces faillites en favorisant un ajustement ordonné des surcapacités dans les secteurs correspondants (certaines industries, l'immobilier, la distribution de détail, certaines activités de service). La RCC est chargée de gérer au mieux les créances douteuses en favorisant dans certains cas des plans de restructuration, dans d'autres des fusions ou encore la vente des actifs.

C'est dans ce contexte que prend toute son importance l'annonce d'un *redéploiement progressif mais radical des dépenses publiques*. Du côté de *la demande*, devraient se conjuguer deux mesures, l'une récessionniste, l'autre porteuse d'un nouveau régime de croissance.

- Réduction des dépenses de travaux publics et de construction afin d'atteindre un niveau exprimé en pourcentage du PIB, comparable à celui des autres grands pays développés.
- Simultanément annonce de mesures budgétaires visant à satisfaire des *demandes sociales* jusqu'alors non ou mal satisfaites : aide à la prise en charge des jeunes enfants, mise en œuvre effective de la loi sur l'égalité homme/femme, création de services collectifs décentralisés afin de prendre en charge une population vieillissante, réexamen en conséquence des politiques de santé, de logement, d'accès aux services publics et de retraite.

Parallèlement, à travers la fiscalité, la taxation ou l'usage de subventions, l'État se doit d'agir sur le *redéploiement de l'offre*, dans le but de donner une prime aux entrepreneurs et aux jeunes entrants sur le marché du travail.

- Étendre la base de l'impôt sur le revenu qui devrait porter non plus seulement sur les salaires mais sur tous les autres revenus, celui des entrepreneurs individuels, les dividendes, les intérêts....tout en maintenant la progressivité, fut-ce à un taux moyen réduit.
- Favoriser la création d'entreprises et les jeunes talents à travers des primes, des subventions ou des exemptions transitoires d'impôts.

Le troisième volet de la politique économique proposée vise à annoncer un plan de long terme concernant la *gestion de la dette publique*. En effet, on ne saurait restaurer la confiance et la croyance en la possibilité d'un retour à la croissance sans annonce d'une stratégie crédible. Elle pourrait combiner divers mécanismes.

- Même si le précédent de 1997 a laissé de fâcheux souvenirs, il importe d'annoncer un relèvement progressif de la *taxe sur la valeur ajoutée* en annonçant quel sera le taux final vers lequel le système est supposé converger à l'échelle d'une décennie au moins.
- Rendre l'application de ce plan conditionnelle à l'observation d'un retour à une croissance significative pendant plus de deux années pour éviter l'impact négatif de courte période que peut avoir une telle mesure.
- Dans le contexte d'un retour à une croissance de l'ordre de 2 à 3 %, sous l'impact du redémarrage du crédit et surtout l'élimination des surcapacités, reconnaître qu'une *inflation modérée* est en fait favorable à l'évolution des prix relatifs et la stimulation de l'activité économique et permet en outre de réduire progressivement les charges d'intérêt pesant sur le budget public.
- Du fait de ce retour à la confiance et au redressement de l'investissement, *les taux d'intérêt* retrouvent un niveau positif et significatif, de sorte que la politique monétaire récupère une certaine efficacité. Se trouve ainsi satisfait l'objectif de lutte contre la déflation, mais l'origine du retournement ne tient pas à une offre illimitée de liquidités par la Banque centrale mais plutôt au retour de tensions entre offre et demande, et d'éventuels conflits sur le partage du revenu.

De fait, ces deux premières propositions sont complémentaires : l'une apure les coûts de la crise bancaire, l'autre relance la croissance, de sorte que les (éventuels) effets récessifs de la première sont compensés par la stimulation qu'exerce la seconde. Mais force est de constater que le changement de cap politique est très important et qu'il n'est pas sans poser problème au gouvernement en place. Tout comme le New Deal américain des années trente avait rencontré de nombreux obstacles, institutionnels et

politiques, au point de ne livrer ses fruits qu'après la seconde guerre mondiale, il faut anticiper de forts blocages politiques. Comment les surmonter ?

Une réforme des institutions pour réconcilier la société avec le politique

En effet, au cours des deux dernières décennies, les économistes ont pris conscience de l'importance des *facteurs politiques* qui façonnent les décisions publiques et plus encore la viabilité de propositions de réformes. Au point que s'est développée une économie politique du changement institutionnel (Drazen, 2000). Les recherches d'inspiration régulationniste insistent aussi sur la nécessité d'une approche intégrée (Palombarini, 2001). Une conjoncture macroéconomique affecte différemment les groupes sociaux et les entités économiques qui, en fonction de leurs préférences, politiques ou idéologiques, votent pour l'un des partis en compétition pour former un gouvernement. Une fois constitué ce gouvernement met en œuvre les mesures qui sont supposées favoriser son maintien au pouvoir, compte tenu des échéances électorales et des règles du jeu constitutionnel. S'amorce alors une dynamique économique qui peut être d'abord vertueuse, mais ensuite déstabilisatrice de la coalition politique au pouvoir. *A contrario*, face à une crise économique qui déstabilise les gouvernements en place, toute la difficulté est de *synchroniser le calendrier politique avec celui des réformes institutionnelles*.

Les deux propositions précédentes supposent qu'un pouvoir politique ait intérêt à les mettre en œuvre et qu'il pourrait même être reconduit lors de la prochaine échéance électorale. Or, ce que l'on observe au Japon depuis une décennie n'est autre que le divorce entre la formation des coalitions politiques et la capacité de mise en œuvre des réformes : périodiquement annoncées, elles sont retirées, amendées ou reportées dans le temps sous la pression des groupes qui en seraient les perdants (Bouissou, 1998 ; Curtis, 1999 ; Bertoldi, 2002 ; 2003). Dès lors, pour être cohérentes ces propositions supposent une troisième composante, directement politique. A titre exploratoire on pourrait imaginer trois réformes clés.

- Prolonger la *réforme électorale* antérieure et recomposer les circonscriptions de telle sorte que prévale une égalité entre la représentation dans la population et la présence dans les instances politiques selon le principe : une voix, un vote. L'idée est de faire coïncider l'intérêt d'une population en majorité urbaine, avec une représentation politique qui soit en phase avec elle. On peut en effet conjecturer que, mieux est assurée l'intermédiation entre la diversité des intérêts à travers le processus démocratique, meilleurs devraient être les résultats macroéconomiques. En effet, il ne serait pas possible de pousser les intérêts d'un groupe au détriment d'un autre, quitte à obtenir des résultats macroéconomiques très déséquilibrés. En l'occurrence le rééquilibrage en faveur des zones urbaines au détriment des régions plus rurales, ne pourrait que favoriser la réorientation des dépenses publiques, des dépenses de construction vers celles de couverture sociale et d'une amélioration du bien-être de la population.

- Dans la même lignée, l'imposition d'une *parité homme/femme*, au moins dans les candidatures aux élections, ne manquerait pas à terme de favoriser de nouvelles priorités gouvernementales, en particulier concernant les questions d'éducation, de santé, de loisirs...

- Ce principe de représentativité du corps politique pourrait connaître une exception notable. En effet, dans le système japonais contemporain, les responsabilités occupées semblent fortement corrélées avec l'âge et l'ancienneté dans la politique. L'imposition d'une *retraite politique obligatoire à l'âge de soixante ans* ne manquerait pas de renouveler le corps politique japonais et de le rendre sensible aux problèmes à venir, au-delà de toute nostalgie de l'âge d'or du Japon de l'après seconde guerre mondiale.

- Encore faut-il innover en matière d'intervention publique, ce que ne semble pas favoriser le processus actuel de *sélection des responsables politiques nationaux*. Dès lors, pourquoi ne pas mobiliser les compétences de ceux des gouverneurs qui auraient conçu et mis en œuvre des innovations politiques, sociales ou économiques, dignes d'intérêt et de généraliser dans la législation ou les pratiques nationales les plus prometteuses de leurs innovations (Bouissou, 2003). A nouveau l'exemple du New Deal américain est exemplaire d'un tel processus : des expériences locales réussies furent à l'origine de nombre des lois et règlements repris à Washington.

Cette configuration politique serait donc cohérente avec les propositions économiques antérieures. Pourtant on bute à nouveau sur la question de la complémentarité entre institutions politiques et organisation économique : comment surmonter le cercle vicieux qui, depuis plus d'une décennie, associe stagnation économique et blocage de réformes ? Peut-on effectivement converger vers une autre configuration dans laquelle le succès des transformations institutionnelles soutient la coalition politique qui en est à l'origine ? Questions sans réponse claire pour l'instant.

Le Japon acteur de l'intégration asiatique et promoteur de la stabilité mondiale

Les précédentes analyses de la crise japonaise n'ont fait quasiment aucune mention aux problèmes internationaux, si ce n'est très indirectement à travers l'impact d'une dévaluation compétitive du yen et des chances d'une croissance tirée par la reprise des exportations. Pourtant une partie des difficultés économiques tiennent à l'*insertion partielle, problématique et incertaine* du Japon dans la région asiatique et les discussions portant sur la gouvernance mondiale (Boyer, 2003a). En Amérique du nord, le traité de l'Aléna n'est pas sans influence sur la dynamique du continent, alors même que les autorités américaines envisagent la négociation de nouveaux traités de libre-échange avec certains pays Latino-américains par exemple. En Europe, le lancement de l'euro et l'admission de nouveaux pays membres, approfondissent un processus d'intégration lancé il y a plus d'un demi-siècle.

L'évolution des relations entre pays asiatiques est largement originale puisque c'est le dynamisme des multinationales relayé par une série de négociations bilatérales qui propulse une intégration économique de fait (Aoki, 2002). Or, la politique suivie par les responsables japonais est pour le moins ambiguë. D'un côté, les multinationales délocalisent vigoureusement leur production dans le sud-est asiatique et récemment vers la Chine. D'un autre côté la diplomatie japonaise demeure en retrait par rapport aux problèmes politiques que pose la rapidité de la densification des liens de commerce, d'investissement entre pays asiatiques. Or, les négociations multilatérales, au sein des organisations internationales, de l'ONU à l'OMC, ne sont pas parvenues à faire progresser significativement les principes d'une nouvelle gouvernance mondiale.

Aussi est-il sans doute important pour le Japon de clarifier sa stratégie par rapport à la dite globalisation : *mondialisation ou régionalisation* ? D'où quelques propositions soumises à la discussion (Boyer 2003b).

- N'est-il pas essentiel de promouvoir une *réconciliation politique* solennelle avec les pays asiatiques qui ont souffert des conflits guerriers avec le Japon, afin de jeter les bases de collaborations économiques plus confiantes, en premier lieu la Corée ou la Chine ?

- Jusqu'à présent les autorités japonaises ont multiplié la négociation d'une série d'accords économiques bilatéraux. N'est-il pas temps de lancer des *négociations multilatérales* afin de construire avec les pays asiatiques voisins les institutions minimales nécessaires à la poursuite de l'intégration économique et financière, qui s'est considérablement accélérée au cours de la dernière décennie ?

- Comment éviter la répétition de l'instabilité des régimes de change et les crises financières qui se sont propagées lors de la crise asiatique de 1997 ? Une stratégie d'évolution coordonnée des *régimes de change* entre les principaux pays, ne manquerait pas de faciliter la prévisibilité de l'internationalisation de la production menée par les firmes japonaises. Ce pourrait donc être l'un des facteurs favorisant un retour à la croissance du Japon.

Innover dans l'exploration d'un modèle anthropogénétique.

Enfin, l'exemple américain montre la toute puissance de modèles normatifs dans la dynamisation de la croissance. Dans les années quatre-vingt-dix, l'idéal de la nouvelle économie, de la valeur actionnariale, de la bonne gouvernance et de la transparence avait remplacé le modèle japonais des années quatre-vingt bâti sur une actualisation et un approfondissement de la production de masse. Or l'opinion publique japonaise souffre de ne plus percevoir quelles sont les lignes directrices de l'avenir, d'où, faute de mieux, un débat

tout à fait conventionnel et artificiel entre les tenants d'un retour à l'âge d'or du Japon et ceux qui proposent au contraire l'adoption des normes et méthodes américaines.

Paradoxalement, le Japon pourrait être au cœur d'une configuration sociale en voie d'émergence qui n'a pas encore été perçue comme telle, encore moins théorisée. En effet, ce pays n'est-il pas l'un des tout premiers à expérimenter un vieillissement de la population sous le double impact de l'allongement de l'espérance de vie et de la baisse de la fécondité donc de la réduction de la taille des effectifs des nouvelles générations ? Dès lors s'ouvre la perspective d'un redéploiement d'ensemble des institutions publiques autour de la question de l'éducation, de la formation, de la santé, des loisirs, et plus généralement de l'organisation de la vie sociale dans les grands ensembles urbains.

- Le vieillissement qui est perçu comme un handicap car il met en péril la viabilité financière de l'organisation actuelle des retraites est aussi une chance dans la mesure où il peut susciter un redéploiement des innovations des technologies de l'information vers celles qui tournent autour de la biologie, des médicaments et de la santé. Dans la mesure où cet enjeu serait perçu et accepté, ces innovations pourraient à terme donner lieu à de nouveaux produits et secteurs dont la particularité serait de concilier rentabilité et satisfaction d'une demande jusqu'alors négligée, si ce n'est réprimée.

- La faiblesse du taux de fécondité japonais n'est pas une fatalité. Quelques comparaisons internationales et mises en perspective historique suggèrent que la conjonction d'un retour de la confiance en l'avenir (cf. les propositions 1 et 2), de l'affirmation de la recherche d'une plus grande égalité entre homme et femme et le redéploiement en conséquence des services sociaux et des incitations économiques est à même de renverser cette tendance. L'enjeu n'est autre que de concilier vie professionnelle et vie familiale, thème central dans les sociétés contemporaines. Sur ce point le Japon pourrait donner l'exemple d'une configuration originale, tout comme le modèle dit scandinave caractéristique des petites économies sociales démocrates sert actuellement de référence pour les autres pays européens (Esping-Andersen, 2002).

- Enfin, si l'on entend accompagner le changement technique et organisationnel, la réforme de l'éducation et l'organisation d'une formation tout au long de la vie deviennent essentielles. A nouveau le Japon n'est pas le plus mal placé des pays de l'OCDE pour mener à bien cette insertion dans l'économie dite de la connaissance. Traditionnellement, la qualité et la relative homogénéité de l'éducation, tout comme la pratique au sein des grandes firmes de la formation professionnelle donnent quelques atouts au Japon pourvu que l'on parvienne à procéder aux réformes institutionnelles qui ont été esquissées.

On aura reconnu les linéaments d'un modèle anthropogénétique, dont on peut percevoir l'émergence aux États-Unis (Boyer 2002a) mais dont une variante prometteuse se trouve peut-être au Japon.

CONCLUSION : LE POLITIQUE, MAILLON FAIBLE ?

Programme peut-être cohérent *ex-post* mais comment le faire advenir *ex-ante* ? Clairement le maillon faible est celui qui traite du politique. Il semblerait à ce propos que la difficulté ne tienne pas seulement à la spécialisation d'un côté des économistes, de l'autre des politologues, car, jusqu'à présent, la science politique elle-même semble avoir buté sur cette difficile question : *how to go from here to there* ? Question centrale pour tous les programmes de politique économique qui rompent avec les tendances antérieures. Ainsi se justifie peut-être le titre du présent article. Nécessaire, mais pour l'instant, improbable New Deal.

RÉFÉRENCES

AGLIETTA Michel (1992), "Les dérapages de la finance japonaise", *Economie Perspective Internationale*, n° 51, 3^e trimestre, p. 9-29.

AGLIETTA Michel (2002), "Monetary sovereignty in the age of globalization", Mimeograph for the Franco-Japanese Conference on "Money and Finance in the age of globalization : comparative studies in Europe and Asia, Tokyo, November 1-2.

AGLIETTA Michel, ORLÉAN André (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Éditions Odile Jacob, Paris.

AMABLE Bruno (2003), *The Diversity of Modern Capitalisms*, Oxford University Press, Oxford, à paraître.

AMABLE Bruno, ERNST Ekkehard, PALOMBARINI Stefano (2002), « Comment les marchés financiers peuvent-ils affecter les relations industrielles ? Une approche par la complémentarité institutionnelle », *L'Année de la régulation 2002*, n° 6, Presses de Sciences-Po, Paris, p. 271-288.

AOKI Masahiko (2001), *Toward a Comparative Institutional Analysis*, Cambridge (Ma.), The MIT Press.

AOKI Masahiko (2002), "Opening Remarks: The Flying Geese Pattern of Institutional Evolution?", RIEITI Symposium "Asian Economic Integration: Current Status and Future Prospects", Tokyo, April 22-23.

AVELINE Natacha (ed.) (2003), *Property Markets and Land Policies in Northeast Asia*, Ronéotypé Maison Franco Japonaise, Tokyo, à paraître.

BAYOUMI Tamim, COLLYNS Charles (Eds) (2000), *Post- Bubble Blues, How Japan Responded to Asset Price Collapse*, International Monetary Fund, Washington DC.

BERNANKE Ben S. (2000), "Japanese monetary policy: a case of self-induced paralysis?", in MIKITANI Ryoichi, POSEN Adam S. (Eds) (2000), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, Institute for International Economics, Special report 13, September, p. 149-166.

BERTOLDI Moreno (2002), « Chronique d'une décennie de politique économique : L'exemplarité du Japon », *L'Année de la régulation 2002-2003*, vol. 6, p. 291 –328, Presses de Sciences-Po.

BERTOLDI Moreno (2003a), "Can economic policy still play an effective role in Japan's long recession?", Mimeograph European Commission, February.

BERTOLDI Moreno (2003b), "Whither Japan's Economy?", MIT Japan Program, Working Paper 03-02, February.

BLANCHARD Olivier (2000), « Bubbles, liquidity traps and monetary policy », in MIKITANI Ryoichi, POSEN Adam S. (Eds) (2000), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, Institute for International Economics, Special report 13, September, p. 185-193.

BOLTHO Andréa, CORBETT Jenny (2000), "The Assessment: Japan's stagnation – Can policy revive the economy?", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 1-17.

BOUISSOU Jean-Marie (2000), « L'économie politique de dix ans de crise », *Economie internationale, Revue du CEPPII*, n° 84, 4^e trimestre, p. 85-208.

BOUISSOU Jean-Marie (2003), *Quand les Sumos apprennent à danser*, Paris, Fayard.

BOYER Robert (1988), « D'un Krach boursier à l'autre », *Revue française d'économie*, Vol 3, n° 3, été, p. 183-216.

BOYER Robert (2000), « Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis » *Economy and Society*, Vol. 29, n° 1, February 2000, p. 111-145.

BOYER Robert (2001), « La diversité des institutions d'une croissance tirée par l'information ou la connaissance : halte au déterminisme technologique ! » dans Centre Saint Gobain pour la recherche en Économie (ed) *Institutions et croissance*, Paris, Albin Michel, 2001, p. 279-326

BOYER Robert (2002a), *La croissance début de siècle. De l'octet au gène*, Albin Michel, Paris.

BOYER Robert (2002b), « Voilà que le Japon redevient une référence pour les États-Unis ! », Propos recueillis par Philippe Pons, *Le Monde « Économie »*, Mardi 3 décembre, p. V.

BOYER Robert (2003a, « The embedded Innovation Systems of Germany and Japan : distinctive Features and Futures », in YAMAMURA Kozo, STREECK Wolfgang (eds), *The End of Diversity ?*, Cornell University Press, Ithaca, p. 147-182.

BOYER Robert (2003b), « European and Asian integration processes compared » , *Couverture Orange CEPREMAP* n° 2003-02, Octobre 2002.

BOYER Robert, JUILLARD Michel (1999), « Y a-t-il convergence dans le mode d'ajustement des marchés du travail dans les différents pays ? », dans Antoine Bouët et Jacques Le Cacheux (eds) *Globalisation et politiques économiques : les marges de manœuvre*, Economica, Paris, 1999, p. 173-191.

BOYER Robert, JUILLARD Michel (2002), « Les États-Unis : Adieu au fordisme ! », dans R. BOYER, Y. SAILLARD Eds, *Théorie de la régulation. L'état des savoirs*, La Découverte, Paris. Nouvelle édition, p. 378-388.

BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds) (2000), « An Epochal Change...But Uncertain Futures », in BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds), *Japanese Capitalism in Crisis*, Routledge, London.

BRIÈRE Marie, CANRY Nicolas, LECHEVALIER Sébastien (2002), “Comment expliquer les différences d’efficacité des politiques monétaires japonaise et américaine à partir du début des années 1990? Le rôle de la communication des Banques centrales », Mimeograph Groupe de travail « *La crise Japonaise Contemporaine : Théorie et politique économique* », 12 Avril.

CALLEN Tim, OSTRY Jonathan D. (eds) (2003), *Japan’s lost decade: Policies for economic revival*, IMF, Washington DC.

CASTELLS Manuel (2000), *The Information Age : Economy, Society, and Culture*, Blackwell, Oxford, revised edition.

CORIAT Benjamin, GEOFFRON Patrice, RUBINSTEIN Marianne (2000), “Some limitations to Japanese competitiveness”, in BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds), *Japanese Capitalism in Crisis*, Routledge, London, p. 175-190.

CURTIS Gerald L. (1999), *The Logic of Japanese Politics, Leaders, Institutions, and the Limits of Change*, Columbia University Press, New York.

DEHOVE Mario (2003), « Crises financiers : deux ou trois choses que nous savons d’elles », *Document de travail du Conseil d’Analyse Economique*, Avril.

DEKLE Robert (2000), “Demographic destiny, per-capita consumption, and the Japanese saving-investment balance, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 46-60.

DORNBUSCH Rudiger A. (1998) “The Japanese Crisis And The Bureaucrats”, *Far Eastern Economic Review*, February 26th.

DOURILLE-FEER Evelyne (1998), « Reconstruire le modèle japonais », *Géopolitique*, numéro spécial : la crise asiatique, n° 62, juillet.

DOURILLE-FEER Evelyne (2001), « Les nouvelles inégalités », *Economie internationale, Revue du CEPII*, n° 84, 4^e trimestre, p. 165-184.

DRAZEN Allan (2000), *Political Economy in Macroeconomics*, Princeton, Princeton University Press.

ESPING-ANDERSEN Gosta (2002), « A new European social model for the twenty-first century ? », in Rodrigues Maria Joao (ed.), *The New Knowledge Economy in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham, p. 54-94.

FISHER Irving (1933), « Théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation », trad. Française : *Revue française d’économie*, Vol 3, n° 3, été [1988].

FORD Henry (1926). *Propos D’hier Pour Aujourd’hui*, Edition Française, Masson, Paris, 1992.

FUJII Kazuaki (2003), “FSA seeks political support to lower guaranteed yields”, *Nikkei Weekly*, vol 41, 2080, May 12, p. 6.

GENDA Yuji, REBICK Marcus E. (2000), “Japanese labour in the 1990s: stability and stagnation”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 85-102.

GOLDSTEIN Morris, KAMINSKI Graciela, REINHART Carmen, (2000), *Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC, June.

GOTO Akira (2002), “Japan’s national innovation system: current status and problems”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 103-113.

GUICHARD Stéphanie (2000), “A la recherche des canaux perdus : trappe à liquidité et crise bancaire”, *Economie Internationale, Revue du CEPII*, 84, 4eme trimestre, p. 35-55.

HANADA Masanori, HIRANO Yasuro (2000), “ ‘Industrial welfare’ and ‘companyist’ regulation : an eroding complementarity », in BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds), *Japanese Capitalism in Crisis*, Routledge, London, p. 87-103.

IMAI Yutaka (2000), “Business start-ups in Japan: problems and policies”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2 p. 114-123.

INOUE Yasuo, YAMADA Toshio (2002), « Japon : Démythifier la régulation », dans *Théorie de la régulation, Etat des savoirs*, La découverte, Paris, p. 408-416.

ITO Takatoshi (2003), « Une prescription pour sortir de la déflation », Communication au Colloque franco-japonais « Japon : Une autre vision de la crise, d’autres solutions ? », Tokyo, Maison Franco-Japonaise 1^{er} fevrier.

JAPAN ALMANACH (2002), *Special Report* « Nonperforming Loans Fail to Shrink », p. 13-26.

KATZ Richard (2003), *Japanese phoenix. The long road to economic revival*, M.E. Sharpe, Armonk.

KINDLEBERGER Charles P. (2000), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. 4th ed., New York: John Wiley & sons.

KOBAYASHI Keiichiro (2002), « Coping with Debt Deflation in Japan », RIETI, Policy Update, 19 Novembre.

KOBAYASHI Keiichiro (2003), « Debt Deflation and Bank Recapitalization », RIETI, Working paper, January 30.

KOBAYASHI Keiichiro, INABA Masaru (2002), « Japan's Los Decade and the Complexity Externality », RIETI Discussion Paper Series 02-E-004, March.

KRUGMAN Paul (1999), « Thinking about liquidity trap », Web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html, December.

LECHEVALIER Sébastien, HURLIN Christophe (2003), « L'hétérogénéité de l'emploi des firmes japonaise. L'étude de cas du secteur de l'électronique avec des données de panel », Ronéotypé CEPREMAP, Avril.

MELZER Allan H. (2001), « Monetary Transmission at Low Inflation: Some Clues from Japan in the 1990s », *Monetary and Economic Studies*, special edition, n° S-1, February.

MIKITANI Ryoichi, POSEN Adam S. (Eds) (2000), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, Institute for International Economics, Special report 13, September.

MISTRAL Jacques (2003), « Rendre compte fidèlement de la réalité de l'entreprise. Remarques sur la réforme comptable et la qualité de l'information financière », Rapport pour le Conseil d'Analyse Economique, à paraître Documentation Française.

NABESHIMA Naoki (2000), « The financial mode of *regulation* in Japan and its demise », in BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds), *Japanese Capitalism in Crisis*, Routledge, London, p. 104-114.

NEAL Larry, WEIDENMIER Marc (2002), « Crises in the global economy from tulips to today: contagion and consequences », WP NBER n° 9147.

NIKKEI WEEKLY (2003a), « Big banking groups looking to book huge losses for year », april 7, vol 41, 2075, p. 1 et 19.

NIKKEI WEEKLY (2003B), « Politicians meddle in accounting rules », May 12,, vol 41, 2080, p. 6.

NIKKEI WEEKLY (2003c), « Fului uses monetary easing to solidify financial system », March 31, n° 2074, p. 1 et 19.

NIKKEI WEEKLY (2003d), « Property values continue tumbling », March 31, n° 2074, p. 4.

ORLÉAN André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

PALOMBARINI Stefano (2000), *La rupture du compromis social italien*, CNRS Editions, 2001.

PARK Se-Hark (2003), « Bad Loans and their impacts on the Japanese Economy: Conceptual and Practical Issues and Policy Options », Mimeograph, *Institute of Economic Research*, Hitotsubashi University, Kunitachi, Japon.

PONS Philippe (2003), « La banque japonaise Resona est quasiment nationalisée », *Le Monde*, mardi 20 Mai, p.19.

POSEN Adam S. (2000), « The political economy of deflationary monetary policy », in MIKITANI Ryoichi, POSEN Adam S. (Eds) (2000), *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US experience*, Institute for International Economics, Special report 13, September, p. 194-200.

RAMASWAMY Ramana, SAMIEI Hossein (2003), « The Yen-Dollar Rate: Have Interventions Mattered? », in CALLEN Tim, OSTRY Jonathan D. (eds), *Japan's lost decade: Policies for economic revival*, IMF, Washington DC, p. 224-248.

RIBAULT Thierry (1999), « Flexible employment in Japanese retailing: toward a just in time employment management », in DIRKS Daniel, HUCHET Jean-François, RIBAULT Thierry (eds), *Japanese Management in the Low Growth Era*, p. 295-312.

SADAHIRO A. (2002), « Policy Sequence under the Deflationary Economy », 7e Conférence Franco-Japonaise d'Economie « La monnaie et la finance à l'âge de la mondialisation : Examen comparative de l'Europe et de l'Asie », Tokyo, 1-3 Septembre.

SATO Fumikazu (2002), « Current Japanese Economy and Government Policies », Mimeograph, Presentation Documents March 29.

SAWA Takamitsu (1999), « End of the road for Japanese-style capitalism », *Japan Review of International Affairs*, Vol. 13, n° 3, Fall, p. 172-190.

STIGLITZ Joseph (2003), « Nobel price winner backs weak Yen », *Nikkei Weekly*, vol. 41, n° 2077, April 21, p. 5.

THE ASAHI SHIMBUN (2002), « Nonperforming loans fail to shrink », *Japanese Almanach 2002*, p. 13-26.

THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT 15 (2003), *Japan: Japan at a glance 2003-04*, Country Report, London, March.

UEMURA Hiroyasu (2000), "Growth, distribution and structural change in the post-war Japanese economy", in BOYER Robert, YAMADA Toshio (eds), *Japanese Capitalism in Crisis*, Routledge, London, p. 138-161.

WILSON Dominic (2000), « Japan's slow-down: monetary versus real explanations », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 18-32.

WOLFSON Martin (1996), "Irving Fisher's debt-Deflation theory: its relevance to Current Conditions", *Cambridge Journal of Economics* 20 (3), May, p. 315-333.

WOMACK, J.P., Jones, D.T. & D. Roos (1992) . *Le Système Qui Va Changer Le Monde*, Dunod, Paris.

YAFEH Yishay (2000), "Corporate governance in Japan: past performance and future prospects", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 74-84.

YOSHIKAWA Hiroshi (2000) « Politique économique et stagnation », *Economie internationale, La revue du CEPII*, n° 84, 4^e trimestre, p. 13-34.

YOSHIKAWA Hiroshi (2002a), *Japan's Lost Decade*, The International House of Japan. Traduction de l'ouvrage Tenkanki Nihon Keizai, Iwanami Shoten, 1999.

YOSHIKAWA Hiroshi (2002b), "Technical progress and the growth of the Japanese economy – Past and future", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 16, n° 2, p. 34-44.

YOSHIMURA Norihisa, UENO Yasuhiro, KAGONO Tadao (1999), "Externalization of Organizations and the Dual Governance Structures, in in DIRKS Daniel, HUCHET Jean-François, RIBAUT Thierry (eds), *Japanese Management in the Low Growth Era*", p. 21-36.