

La dette publique du Japon : genèse et soutenabilité

Quentin Simon

DANS **POLITIQUE ÉTRANGÈRE 2022/3 Automne**, PAGES 159 À 173

ÉDITIONS **INSTITUT FRANÇAIS DES RELATIONS INTERNATIONALES**

ISSN 0032-342X

ISBN 9791037304803

DOI 10.3917/pe.223.0159

Date de mise en ligne : 14/09/2022

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-politique-etrangere-2022-3-page-159?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Institut français des relations internationales.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.



La dette publique du Japon : genèse et soutenabilité

Par **Quentin Simon**

Quentin Simon est diplômé de l'Institut supérieur du management public et politique, ainsi que de l'université Paris-2 Panthéon-Assas en histoire et en sociologie du droit.

L'endettement public du Japon a été multiplié par cinq depuis 1980 et dépasse les 250 % du produit intérieur brut. Ce niveau est nettement supérieur à celui de tous les pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques. Toutefois, la baisse des taux a permis de diviser par deux la charge du service de la dette. Pour l'heure, la dette japonaise – qui est essentiellement domestique – paraît soutenable et ne semble pas faire courir de risque imminent à l'économie de l'archipel.

politique étrangère

Le 8 juillet 1853, les quatre navires battant pavillon américain du commodore Matthew Perry entrent en baie d'Edo pour porter un message d'amitié à l'empereur du Japon. Ce message s'avère en réalité être une sommation d'ouvrir les ports japonais aux échanges commerciaux.

Depuis 1603 le pays vit, en effet, sous le pouvoir du shogunat Tokugawa, l'empereur ne conservant qu'un rôle représentatif. À l'instar de la Chine, le Japon a complètement fermé ses ports aux navires étrangers, excepté sur l'île de Dejima où subsistent quelques commerçants hollandais et chinois.

À peine cinquante-deux ans plus tard, les 27 et 28 mai 1905, l'empire du Soleil-Levant écrase la marine russe à Tsushima. Outre son émergence comme grande puissance rivale des pays occidentaux, l'empire démontre ainsi la force de son industrie et la vigueur de son expansion économique.

Le développement du Japon depuis l'ère Meiji

Dès 1858, le Japon doit signer les « traités inégaux » qui forcent l'ouverture de son commerce à la concurrence et l'obligent à ouvrir les ports de

Nagasaki, Shimoda et Hakodate. Dix ans plus tard s'ouvre l'ère Meiji, qui correspond à la restauration du pouvoir impérial et se caractérise, dès le départ, par un modèle économique original et empreint de vitalité.

Devant l'ampleur du retard du pays et pour accélérer son développement, l'empire se donne trois objectifs : l'acquisition de technologies modernes, le renforcement de l'éducation et l'incitation à épargner afin de créer un environnement économique favorable aux grandes sociétés de commerce, les *sogo shosha*, et aux conglomérats, les *zaibatsu*.

L'école obligatoire est instaurée en 1879. Alors qu'au début de l'ère Meiji, seuls 43 % des hommes et 10 % des femmes ont déjà suivi des cours à l'école, dès 1902 le taux de scolarisation des enfants s'établit à 90 %¹. Entre 1868 et 1902, 11 000 visas sont délivrés à des étudiants japonais pour suivre des cursus à l'étranger, dont la moitié aux États-Unis.

En ce qui concerne le système bancaire, l'ordonnance de 1872 vise à créer une organisation des instituts de crédit à l'image des États-Unis : les banques nationales sont habilitées à créer de la monnaie et à collecter l'épargne, notamment les titres de pension accordés aux anciens féodaux en compensation de l'abolition de leurs droits seigneuriaux. En 1882, avec la création de la Banque du Japon, les autorités marquent leur volonté de centraliser l'émission de la monnaie.

La pénurie de capitaux conduit l'État à créer de grandes entreprises dans les domaines de la construction navale, des transports, de la sidérurgie ou des machines-outils. À partir de 1880, au vu de la situation de délabrement des finances publiques, des privatisations sont décidées, qui conduisent les grandes entreprises à se structurer autour des banques.

De la fin du XIX^e siècle à la veille de la Seconde Guerre mondiale, les résultats de cette politique sont impressionnants. Sauf entre 1898 et 1905, à partir de 1885 le taux de croissance annuel du produit national brut (PNB) du Japon se situe² aux alentours de 4 %, et atteint même 6 % pendant la période 1931-1938.

1. E. Dourille-Feer, *L'Économie du Japon*, Paris, La Découverte, 2014.

2. *Ibid.*

Tableau 1 : Taux de croissance du PNB moyen annuel

1879-1885	1885-1898	1898-1905	1905-1919	1919-1931	1931-1938
1,2 %	4,3 %	2,3 %	4,2 %	3,6 %	6 %

Source : E. Dourille-Feer, *L'Économie du Japon*³.

Entre 1880 et 1930, la production agricole bondit de 120 %, permettant au Japon de réduire ses importations et d'économiser les devises. L'essor remarquable des secteurs secondaire et tertiaire s'observe dans la modification des structures du marché du travail⁴ : pendant la période 1878-1882, l'industrie concentre 5,6 % des emplois et les services 12,1 % ; pour la période 1933-1937, ils décollent, atteignant respectivement 19,5 et 32,6 %.

Cet âge d'or prend brutalement fin en 1945 avec la défaite militaire du Japon, allié à l'Allemagne nazie, et la destruction d'un quart de la richesse nationale d'avant-guerre. Privé de ses colonies – Corée, Taïwan, Mandchourie (envahie en 1932) – et des conquêtes réalisées pendant la guerre, le pays se révèle incapable de faire face à la charge de sa dette et se retrouve contraint de faire défaut.

Le niveau d'endettement de l'empire était resté stable jusqu'en 1905, pour ensuite redescendre lentement. En 1930, du fait des préparatifs de guerre et des conséquences de la crise de 1929 aux États-Unis, il repart à la hausse pour atteindre 100 % en 1941 (date du début de la guerre du Pacifique) et 245 % en 1945.

Le financement de la reconstruction par la Banque du Japon entraîne le pays dans l'hyper-inflation. Ainsi, entre 1945 et 1948, les prix de détail octuplent à Tokyo, tandis que la dette passe de 256,3 milliards de yens (Md¥) à la fin de la guerre à 637,2 Mds¥ en 1949. La même année, un plan anti-inflation, porté par le banquier américain Joseph Dodge, impose une compression brutale des dépenses publiques, une augmentation de la pression fiscale et l'arrêt de l'utilisation de la « planche à billets ». Si la spirale inflationniste est cassée, la croissance dévisse et demeure atone jusqu'à la guerre de Corée.

3. *Ibid.*

4. *Ibid.*

Entre 1945 et 1992, le Japon connaît trois crises économiques majeures, dont il sort à chaque fois renforcé : la récession de 1963-1965, suivie du boom *Jimmu* de redéploiement de l'appareil productif ; le choc pétrolier de 1973, auquel succède une période de consolidation de la stratégie commercialiste du pays ; enfin l'*endaka* en 1985 et 1986, où le yen s'apprécie de 57 % par rapport au dollar, suivi d'une période continue de cinquante-six mois de croissance jusqu'en juillet 1991.

Trois phases d'expansion peuvent ainsi être distinguées. De 1955 à 1973, la croissance réelle annuelle s'établit en moyenne à 9 % – un rythme de progression deux fois et demie supérieur à celui des États-Unis – et demeure basée sur la demande intérieure. À partir du premier choc pétrolier, et malgré l'augmentation du prix des matières premières, le Japon dégage de forts excédents commerciaux (31,5 milliards de dollars en 1983) qui tirent l'économie du pays vers le haut. Sa part dans les exportations mondiales passe de 5 % en 1967 à 8 % en 1983. Dès 1984, en raison du ralentissement de la conjoncture dans les pays développés, la demande intérieure redevient la locomotive de l'économie, soutenue en cela par l'investissement des entreprises et les nouveaux besoins en consommation des ménages.

Le rôle du ministère japonais du Commerce international et de l'Industrie est primordial dans la mise en œuvre d'une stratégie de « monoculture industrielle⁵ », basée sur les industries lourdes, la localisation de la production exclusivement sur le territoire national et une forte activité de recherche et développement (sur les transistors ou les robots dans les années 1950, par exemple). Illustration de ce principe, l'industrie mécanique est à la pointe de l'expansion industrielle du Japon. Elle représente 25 % des emplois industriels en 1956, 38 % en 1971 et jusqu'à 45 % en 1990.

De la drôle de crise à la drôle de dette

L'éclatement des bulles spéculatives du début des années 1990 conduit le Japon dans ce qui a été appelé la « drôle de crise ». Ce marasme économique d'une dizaine d'années combinait croissance molle, montée du chômage et déflation avec le maintien d'une épargne des ménages forte, des exportations en hausse (+ 100 % sur la décennie) et un important effort de recherche et développement (R&D), tant public que privé.

En 1990, le pays arrive à un quasi-équilibre budgétaire et la dette est ramenée à 65 % du produit intérieur brut (PIB). Le maintien d'un taux

5. D. Flouzat, *Japon, éternelle renaissance*, Paris, Presses universitaires de France, 2004.

d'escompte bas à 2,75 % – ce en dépit de l'envolée des cours de la Bourse, des prix des terrains et de la demande – contribue à la formation d'une bulle spéculative. Dans l'euphorie de la croissance, tous les indicateurs sont au vert : l'investissement, la production industrielle, la consommation des ménages, la masse des crédits.

Toutefois, les exportations, fer de lance du développement nippon, commencent à fléchir. Les délocalisations massives, la hausse du yen et la percée des produits étrangers sur le marché intérieur demeurent autant de facteurs de fragilisation du secteur secondaire (entre 1970 et 1983, la part de l'industrie manufacturière dans le PIB est descendue⁶ de 34,8 % à 23,1 %).

En 1985, le choc du yen – l'*endaka* – contribue à alimenter la spéculation immobilière et boursière (les cours de la Bourse augmentent de 42,6 % en 1986, puis de 39,9 % en 1988 et 29 % en 1989). La masse de l'encours des dettes privées croît dangereusement sous l'effet d'une politique monétaire accommodante et de la déréglementation du crédit.

En réaction, la Banque du Japon prend la décision qui s'impose en relevant par cinq fois le taux d'escompte, qui atteint 6 % en 1990. La bulle boursière éclate dès le début de l'année, l'indice Nikkei perd 38,7 % de sa valeur et la bulle immobilière lui emboîte le pas, avec une chute du prix des terrains de 15,5 %. Nul ne peut prévoir, à cette époque, que la crise va durer plus de dix ans. En 1992, la production industrielle et l'investissement privé diminuent respectivement de 6,1 et 6,8 %. La baisse se poursuit l'année suivante à hauteur de 4,5 et 8,5 %.

La bulle boursière éclate et la bulle immobilière lui emboîte le pas.

La croissance demeure faible jusqu'en 2003 (1 % par an en moyenne annuelle). Les velléités de reprise de l'économie nippone sont contrariées par une série d'événements : le tremblement de terre de Kobe et les attentats de la secte Aum en 1995 ; l'augmentation de la pression fiscale en 1997 ; la crise des économies asiatiques en 1998 ; l'éclatement de la bulle internet à la fin des années 2000. Ni l'investissement des entreprises, ni la consommation des ménages, fort circonspects sur les potentialités de croissance du pays, ne repartent à la hausse.

Avec treize plans de relance successifs, d'une valeur de 163 000 Md¥ (dont 16 500 Md¥ de réductions d'impôts), et l'abaissement du taux

6. *Ibid.*

d'escompte jusqu'à 0 % en 1999, la réponse des pouvoirs publics est assez classique. L'effet de ces politiques économiques publiques s'avère décevant, les ménages préférant utiliser leurs réductions d'impôts pour épargner davantage plutôt que pour consommer. En outre, l'accumulation d'infrastructures issues des différents plans engendre une irrationalité de la dépense publique qui diminue d'autant la vigueur de ses retombées économiques. L'industrie, porteuse de croissance depuis l'après-guerre, a du mal à trouver des débouchés tant à l'intérieur qu'à l'extérieur et se trouve, en 1998, en surcapacité de 41 000 Md¥.

Dans le même temps, à partir de 1996, sous le gouvernement du Premier ministre Hashimoto, le pays entame la deuxième phase de sa transition néolibérale (après une première dans les années 1980). Un programme de déréglementation financière appelé « Big Bang », influencé par les politiques de Margaret Thatcher au Royaume-Uni et de Ronald Reagan aux États-Unis, est mis en œuvre. Bien que stoppé net par la crise financière de 1997, celui-ci s'accompagne d'une série de réformes⁷ – sur l'assouplissement de l'interdiction des *holdings* ou la libéralisation des transactions du marché des devises, ou encore, un peu plus tard, la privatisation de la Poste – qui contribuent à libéraliser le pays, sans que pour autant une solution à la crise latente soit trouvée⁸.

Malgré ce sombre état des lieux, un certain nombre d'indicateurs demeurent au vert, d'où le qualificatif de « drôle de crise » : les exportations doublent par rapport à la décennie précédente, le Japon demeure le premier créancier mondial, le stock d'actifs des ménages se monte à deux fois la valeur du PIB et le niveau de dépenses en R&D se maintient à 3 % du PIB.

Cette crise d'un nouveau type est moins violente que la précédente mais implique des effets pervers plus diffus dans le temps. Cette « récession de bilan » revient, pour les entreprises qui ont emprunté à profusion, à ce que leur passif soit supérieur à leur actif : il devient donc urgent de se désendetter pour éviter la faillite, grevant d'autant les investissements et rendant inefficaces les politiques de taux directeurs zéro.

C'est à ce moment précis que l'investissement public se substitue à l'investissement privé pour soutenir la croissance, avec une hausse de 14,6 % en 1992 et 15 % l'année suivante⁹. Entre 1989 et 2009, la dette

7. Une dizaine de lois au total comprenant la révision du Code du commerce ou l'assouplissement du travail temporaire.

8. Y. Tiberghien, « Trente ans de réformes néolibérales au Japon », in S. Lechevallier (dir.), *La Grande Transformation du capitalisme japonais (1980-2010)*, Paris, Presses de Sciences Po, 2011.

9. *Ibid.*

publique bondit de 52 à 170 % du PIB, tandis que la dette privée baisse de 219 à 113 % du PIB.

C'est donc bien cette « drôle de crise », que les périodes suivantes n'ont pas réussi à effacer, qui a mené à une « drôle de dette », si surprenante pour les observateurs étrangers.

Le creusement d'une dette majoritairement domestique

Alors qu'en 2020 la dette publique mondiale atteint un record de 99 % du PIB et que celle des pays développés grimpe à 124 % (contre 70 % en 2007), le Japon s'enracine dans un taux d'endettement extrêmement haut, à 259 %. Pour pallier les effets des crises précitées et relancer son économie, le pays du Soleil-Levant n'a, en effet, cessé d'emprunter depuis 30 ans.

En 2010, juste après la crise des *subprimes*, la dette publique nipponne a franchi la barre symbolique des 200 %, largement au-dessus de la Grèce (194 %), de l'Italie (126 %) et des États-Unis (94 %). En 1992, au début de la « drôle de crise », la dette publique japonaise ne représentait que 71 % du PIB.

En dépit de ce montant colossal, aucune attaque spéculative d'envergure n'a pu être observée sur la monnaie ou la dette du pays. La notation du Japon par les agences internationales demeure stable, à un niveau de qualité moyenne supérieure (A pour Fitch, A1 pour Moody's).

Le dogme de l'équilibre budgétaire a pourtant prévalu jusqu'au premier choc pétrolier, la hausse de l'endettement public remontant en fait aux années 1990 et à la nécessité de substituer la demande publique à la demande privée¹⁰.

Eu égard au vieillissement de sa population, le Japon est le pays de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) ayant la part de dépense des administrations de sécurité sociale la plus importante : 50 %, contre seulement 20 % en moyenne¹¹. Entre 1990 et 2022, les dépenses de sécurité sociale ont ainsi crû de 11 500 à 36 200 Md¥¹².

Bien que la part des collectivités locales dans les dépenses publiques demeure extrêmement importante (35 % contre une moyenne de 23 % pour les pays de l'OCDE), leur poids dans la dette publique a baissé de

10. Cf. *Infra*

11. « Ventilation par niveau d'administration des recettes et des dépenses publiques », in *Government at a Glance 2021*, Paris, Éditions de l'OCDE, 2021.

12. « Highlights of the FY2022 Draft Budget », ministère des Finances du Japon, décembre 2021.

40 % en 1970 à 25 % en 2009, sous l'effet de l'assainissement de leurs finances et de l'accélération des dépenses de l'État, débutés dans les années 1990 et poursuivis les deux décennies suivantes. En 2008 et 2009, les plans de relance successifs coûtent ainsi 6,8 % du PIB, contre seulement 2,1 % en France (42,1 Md€)¹³.

Toutefois, contrairement à ce qu'on observe en Europe, la progression de l'endettement provient plus de la baisse des recettes et de la modération fiscale que de l'augmentation des dépenses. Entre 1992 et 2009, le taux annuel moyen de croissance des recettes fiscales est légèrement négatif, aux alentours de -1 %¹⁴, tandis que celui de la dépense publique demeure contenu à 2 %. De 1994 à 1998 par exemple, les réductions d'impôts atteignent 16 500 Md¥. Les revenus fiscaux de l'État ne retrouvent leur valeur de 1990 (60 100 Md¥) qu'en 2018. Entre ces deux périodes, ceux-ci baissent, pour atteindre 38 700 Md¥ en 2009, au plus fort de la crise financière. Mais dans le même temps, le niveau des dépenses explose¹⁵, passant de 69 300 Md¥ en 1990 à 101 400 Md¥ en 2019 (avant la crise sanitaire).

Le taux des prélèvements obligatoires¹⁶, qui stagnait aux alentours de 35 % entre 1975 et 2009, redescend à 31,4 % en 2020, contre 45,3 % en France, 38,4 % en Allemagne et une moyenne de 33,5 % dans les pays de l'OCDE¹⁷.

La dette japonaise est ainsi le reflet du contrat social porté par le Parti libéral démocrate, mêlant modération fiscale et hausse de la dépense publique pour soutenir la croissance et maintenir le plein-emploi. Le taux de chômage, de 2,4 % en 2022, n'est jamais passé au-dessus de la barre des 4,5 % depuis 2005¹⁸. Il s'agit d'un « modèle social-démocrate souterrain » fortement basé sur la participation des grandes entreprises à la protection sociale, avec notamment des emplois à vie dans le secteur privé.

En raison d'un important stock d'actifs publics, l'écart entre les dettes publiques nette¹⁹ (171,5 % du PIB en 2020) et brute (85,4 % du PIB) est bien plus important que dans d'autres pays, comme la France (12,5 %²⁰) ou les États-Unis (31,4 %).

13. « La mise en œuvre du plan de relance de l'économie française », Cour des comptes, juillet 2010.

14. E. Dourille-Feer, « Les dessous de la dette publique japonaise », Centre d'études prospectives et d'informations internationales, octobre 2012.

15. « Highlights of the FY2022 Draft Budget », *op.cit.*

16. Les prélèvements obligatoires sont les impôts et cotisations sociales effectives reçues par les administrations publiques et les institutions européennes sans aucune contrepartie directe et immédiate.

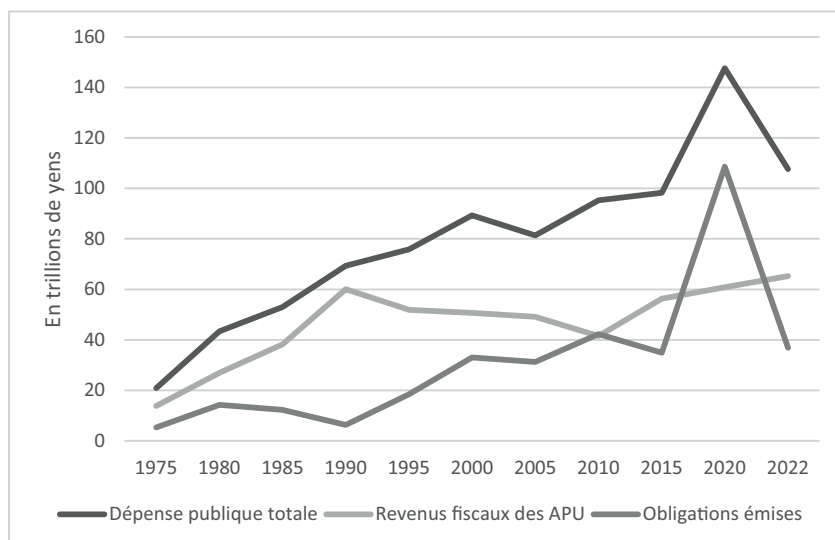
17. Données OCDE sur les recettes fiscales, disponibles sur : <https://data.oecd.org> (consulté le 4 mai 2022).

18. Données OCDE sur les taux de chômage, disponibles sur : <https://data.oecd.org> (consulté le 4 mai 2022).

19. La dette publique nette est obtenue en soustrayant les actifs nationaux de la dette brute.

20. Calcul réalisé à partir du niveau de dette brute au sens du traité de Maastricht et de la dette nette.

Graphique 1 : Tendances de la dépense, de l'endettement et des revenus fiscaux du Japon entre 1975 et 2022



Source : ministère des Finances du Japon²¹.

Les ménages, grâce à leur importante richesse (612 % du PIB²² en 2014, au troisième rang des pays de l'OCDE) et leur fort taux d'épargne – vertu nationale cardinale –, possédaient en 2016 l'équivalent de 330 %²³ du PIB annuel en actifs financiers. Autre spécificité de taille, la dette publique nipponne est essentiellement détenue par des résidents : 75 % par le secteur financier domestique, dont 40 % par les banques, 19 % par les sociétés d'assurance et 12 % par les fonds de pension publics. Le taux de détention par les acteurs domestiques du secteur financier est bien plus bas dans la zone euro (35 %), notamment en France (37 %) ou en Allemagne (46 %)²⁴.

La dette publique nipponne est essentiellement détenue par des résidents

L'aversion au risque des ménages, l'anticipation des investisseurs dans la persistance des excédents courants, les potentialités d'investissements

21. « Highlights of the FY2022 Draft Budget », *op. cit.*

22. Données OCDE sur le revenu disponible des ménages, disponible sur : <https://data.oecd.org> (consulté le 4 mai 2022).

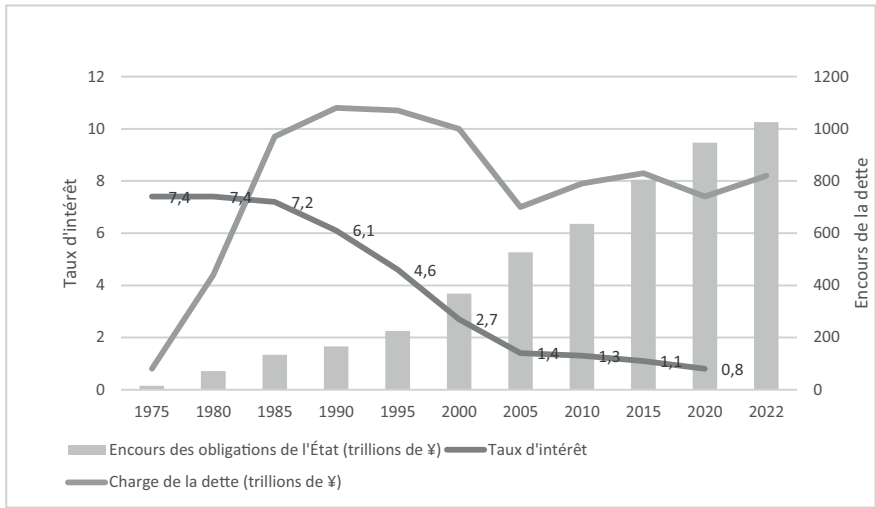
23. « L'épargne des ménages japonais », Service économique régional de Tokyo, Direction générale du trésor, disponible sur : www.tresor.economie.gouv.fr (consulté le 4 mai 2022).

24. G. Leroy, « Qui détient la dette publique ? », Fondapol, avril 2021.

pour des acteurs nationaux rétifs à investir et cherchant des placements sûrs, ainsi que la faiblesse des prélèvements obligatoires assurent le succès des titres de dette japonais (appelés JGB pour *Japanese government bonds*).

Toutefois, la confiance dans la solidité de l'économie du pays permet au gouvernement d'emprunter à des taux nominaux sans cesse plus bas (0,8 % en 2020), défiant les prévisions de tous les analystes, qui, dans une vision classique, considèrent que plus un pays est endetté, plus le risque de défaut est grand et les taux d'intérêt élevés. Or, depuis les années 1990, ceux-ci ne font que baisser, permettant à l'archipel d'emprunter à taux réel négatif²⁵.

Graphique 2 : Dette et taux d'intérêt du Japon de 1975 à nos jours



Source : ministère des Finances du Japon²⁶.

Cette situation, pour le moins surprenante et hétérodoxe, est permise par une politique accommodante de la Banque du Japon et la confiance placée dans la monnaie nationale.

25. « Highlights of the FY2022 Draft Budget », *op.cit.*

26. *Ibid.*

L'impact des politiques monétaires et de l'intervention de la Banque du Japon

Les rendements des titres de dette japonais à 2, 5, 7 et 10 ans ont considérablement baissé depuis les années 1990, et particulièrement aux alentours de l'an 2000, sous l'effet de l'adoption de taux directeurs zéro par la Banque du Japon, couplés à des politiques d'assouplissement quantitatif²⁷.

Le taux d'intérêt des obligations à court terme a évolué au même rythme que celui des taux directeurs lorsque la Banque du Japon a commencé à les réduire en 1991. À partir de 2016, les bons du Trésor à 12 mois affichent un taux d'intérêt négatif compris entre 0,25 et 0,5 %.

La situation économique est paradoxale : l'inflation est faible, depuis 1980 toujours contenue en deçà de 2 %, avec deux épisodes déflationnistes de longue durée, entre 1998 et 2004 puis entre 2009 et 2013. La balance des opérations courantes demeure excédentaire à 2,88 % du PIB mais, depuis 2004, elle est passée en dessous de l'excédent allemand qui performe à 7,06 % ; celle-ci ne pourra donc plus jouer le rôle stabilisateur qu'elle avait tenu par le passé²⁸.

La production industrielle s'est également ralentie depuis les années 1990, avant de fortement chuter lors de la crise financière, ainsi que lors du tremblement de terre et du tsunami de Tohoku. Celle-ci n'a jamais repris²⁹ : elle est en 2019 inférieure de 10 points à son niveau constaté douze ans plus tôt (indice 115 en 2007).

Les déterminants déflationnistes, depuis la fin des années 1990 jusqu'en 2014 (date à laquelle ils se redressent légèrement), sont nombreux : la demande privée baisse de 10 %, malgré le soutien de la demande publique, plus stable, et le taux de croissance annuel diminue³⁰ de 15 %.

À partir de l'an 2000, le PIB nominal cesse de croître³¹, même si, eu égard aux périodes de déflation, le PIB réel augmente légèrement. La déflation s'explique en partie par la faiblesse de l'augmentation des

27. Les politiques d'assouplissement quantitatif consistent, pour une banque centrale, à intervenir sur les marchés financiers en achetant des actifs (notamment des titres de dette publique) aux banques commerciales, afin d'entraîner une baisse des taux d'intérêt.

28. Données OCDE sur la balance des opérations courantes, disponibles sur : <https://data.oecd.org> (consulté le 4 mai 2022).

29. T. Akram et H. Li, « The Impact of the Bank of Japan's Monetary Policy on Japanese Government Bonds' Low Nominal Yields », *Working Paper*, n° 938, Levy Economics Institute of Bard College, octobre 2018.

30. *Ibid.*

31. *Ibid.*

salaires, et même leur baisse. Sur la période allant de 2000 à 2015, ceux-ci ont augmenté seulement pendant quatorze trimestres et quasiment jamais au-dessus de 1 %, alors que le reste du temps ils ont baissé de 1 à 4 %.

Le taux de change du yen a subi d'importantes fluctuations face au dollar

Notons également qu'entre 1990 et 1998, le taux de change du yen a subi d'importantes fluctuations face au dollar : entre le début et le milieu des années 1990, il s'est apprécié de 160 ¥/\$ à 100 ¥/\$. Après quelques pics, le yen repasse en dessous de la barre des 120 ¥/\$ pendant la crise financière, pour ne retrouver ce niveau qu'en 2015 et s'y stabiliser, dans un tunnel compris entre 110 ¥/\$ et 120 ¥/\$.

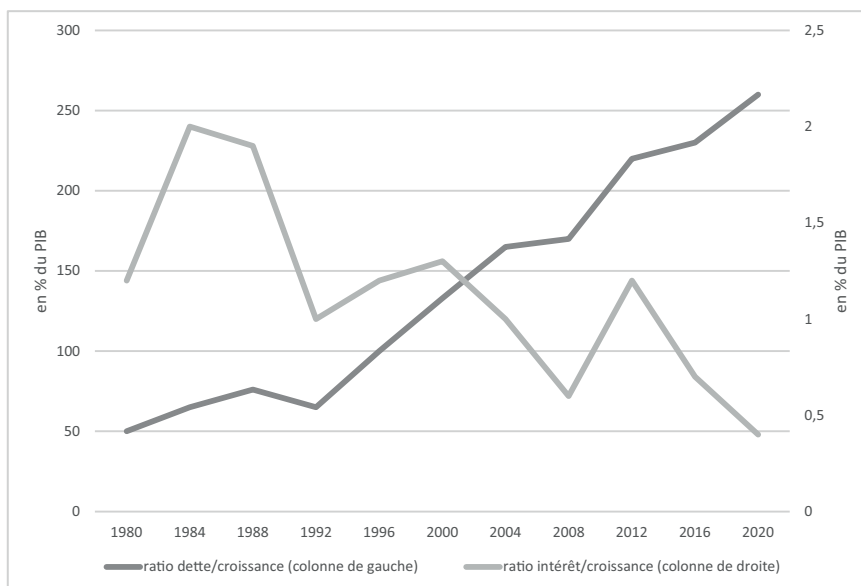
Pour les analystes classiques, le taux de la dette de l'archipel finira par augmenter, notamment à cause du vieillissement de la population ; mais, pour l'heure, sa faiblesse demeure une énigme, tant elle défie l'intuition générale que plus un pays s'endette, plus le risque de défaut est grand et les taux d'intérêt forts.

Cette situation atypique de taux d'intérêt bas malgré un fort endettement rejoint l'opinion de Keynes selon laquelle un taux directeur bas engendre d'abord un taux d'intérêt des obligations à court terme faible, puis influe à la baisse sur les obligations à long terme.

Naturellement, le facteur domestique de la dette est capital. Les taux d'intérêt sur les obligations d'État à long terme sont largement déterminés par les actions de la Banque centrale, en étroite liaison avec les grandes institutions bancaires du pays. Elles n'ont pas mené à des sursauts inflationnistes, ce qui laisse à penser que la Banque centrale peut continuer à agir de la sorte, d'autant que la crise sanitaire a généré d'importants besoins de financements pour l'État et les administrations publiques en général.

La dette japonaise : une dette viable ?

De manière classique, les économistes considèrent qu'un endettement important se traduit nécessairement par un taux d'intérêt et une charge du service de la dette élevés. Mais dans le cas de taux d'intérêt bas, voire négatifs, le niveau de la dette publique devient moins révélateur de sa viabilité.

Graphique 3 : Ratio dette/PIB et intérêts de la dette/PIB

Source : Banque asiatique de développement³².

Au cours des quarante années qui ont précédé la crise sanitaire, l'encours de la dette du Japon a été multiplié par cinq, allant jusqu'à 250 % du PIB et même au-delà. Or, la charge du service de la dette a été, dans le même temps, réduite de moitié, et même de 80 % en parts des recettes publiques.

Une forte augmentation du ratio de la dette ne se traduit pas nécessairement par une détérioration fondamentale de l'équilibre budgétaire, pourvu que l'écart entre le taux de croissance et le taux d'intérêt soit favorable³³. En outre, la faiblesse de l'imposition des ménages et des entreprises, le caractère domestique des créances et l'importante épargne de l'archipel plaident en faveur de la soutenabilité de la dette japonaise.

Les variations du ratio dette/PIB sont en effet liées au solde du déficit primaire, c'est-à-dire du déficit duquel sont retirées les sommes affectées au paiement des intérêts de la dette, et au produit de l'écart entre le taux d'intérêt et le taux de croissance de la dette. Avec une croissance du PIB

32. J. Cohen-Setton et K. Oikawa, « Japan's Public Debt Sustainability Before and After COVID-19, The Sustainability of Asian Debt, Problems, Policies, and Practices », Banque asiatique de développement, 2002.

33. *Ibid.*

comme celle de l'année dernière (1,7 %) et des taux d'intérêt à 0 % (avec un taux directeur de la banque centrale à -0,1 %), le pays peut se permettre un déficit primaire de 2,9 % pour atteindre le solde stabilisant de la dette³⁴.

Le niveau de croissance étant à peu près semblable à celui observé entre 2013 et 2018, l'architecture du système de dette japonais dans son ensemble ne semble pas remise en cause, malgré l'emballement de sa dette publique.

S'agissant des perspectives de croissance, les données les plus pessimistes considèrent qu'elle devrait se stabiliser aux alentours de 1,1 % en 2023, quand les plus optimistes – qui attendent les effets des *Abenomics*³⁵ – tablent plutôt sur un taux de 3 %.

Avant la pandémie, la dette du Japon s'établissait à 194,5 % du PIB, le taux des obligations japonaises assimilables au trésor (OAT) à 0 %, les prévisions de croissance à 2,4 % et le déficit primaire à 2,7 %. Cette somme d'indicateurs devait concourir à ramener la dette à 191 % du PIB en 2020.

Considérons deux scénarios budgétaires, l'un avec un assainissement des finances publiques et l'autre sans, avec de l'autre côté trois trajectoires des taux nominaux des OAT japonaises à 10 ans à 0 %, 1 % et 2 %³⁶.

Sans effort notable de réduction du déficit primaire, qui resterait aux alentours de 2,9 %, la soutenabilité de la dette japonaise ne serait vraiment affectée qu'avec une remontée des taux d'intérêt à 2 %, le ratio dette/PIB baissant même à partir de 2030 avec un taux à 0 %.

Si le gouvernement japonais choisissait, en revanche, de mener une politique d'austérité avec un déficit primaire de 1,8 % du PIB, quels que soient les taux d'intérêt observés, la courbe du ratio dette/PIB fléchirait.

Le risque de remise en cause de ce raisonnement tiendrait à une hausse des taux directeurs par la Banque du Japon, dans la foulée de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque d'Angleterre. Mais il faut toutefois relativiser cette possibilité car l'archipel a déjà réussi à maintenir des taux d'intérêt faibles sur une longue période, puisque le pays n'est pas

34. *Ibid.*

35. Surnom donné à la politique économique de l'ancien Premier ministre Shinzo Abe.

36. *Ibid.*

confronté à un déséquilibre de la balance des paiements qui l'obligerait à freiner les sorties de capitaux.

* * *

La dette japonaise s'enracine dans l'histoire du pays : son caractère domestique est la marque d'une nation qui, bien que demeurant ouverte aux influences étrangères, a conservé une identité et une volonté de souveraineté fortes.

À tous les points de vue, la dette et la situation de l'économie japonaise défient les analyses classiques. En dépit d'un endettement massif, la catastrophe financière ne semble pas près de se produire et le pays peut continuer à s'endetter sans sourciller. À rebours de la Fed et de la Banque centrale européenne, la Banque du Japon devrait conserver des taux directeurs bas permis par une inflation faible. Au mois de mars 2022, l'inflation sur une année glissante s'établissait à 1,2 % (en excluant l'énergie, les prix baissaient même de 0,7 % en année glissante), contre 5,2 % en France. Malgré son objectif de 2 % d'inflation, la Banque du Japon devrait maintenir sa politique accommodante.

Toutefois, à plus long terme, les facteurs d'inquiétude ne manquent pas : l'industrie ne représente plus la manne d'autrefois ; la population vieillit ; les titres de dette publique ont des effets d'éviction sur le financement des investissements des entreprises ; la consommation des ménages restera sans doute faible ; le yen devrait continuer à se déprécier à mesure du resserrement quantitatif opéré par la Fed, etc. La redynamisation du pays s'annonce donc pour le moins difficile.



Mots clés

Japon
Politique économique
Dette publique
Taux d'intérêt

