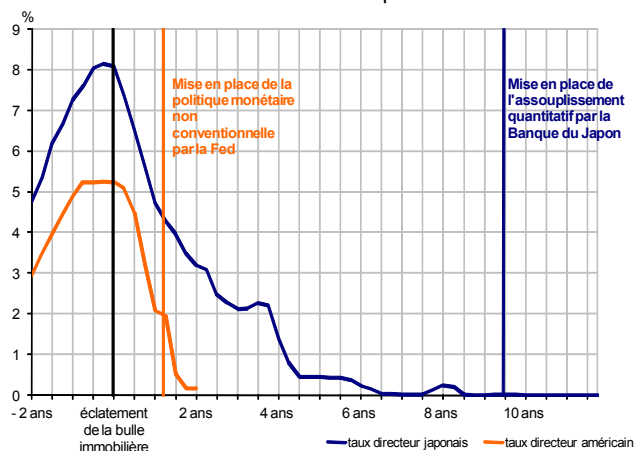


La crise américaine d'aujourd'hui comparée à la crise japonaise des années 1990

- Les crises américaine et japonaise trouvent leur origine dans l'éclatement de bulles spéculatives qui a rendu nécessaire le désendettement des agents privés, des ménages dans le cas américain et des entreprises non financières dans le cas japonais. Ce processus de désendettement sur fond de crise financière a conduit à l'enclenchement d'une spirale déflationniste dans le cas japonais. Aux États-Unis, malgré des similitudes, quant à la profondeur de la crise financière et à l'amplitude des excès à résorber, une spirale déflationniste « à la japonaise » semble peu probable.
- Au Japon, l'entrée dans une spirale déflationniste à la suite d'une longue dépression résultait d'une succession de facteurs spécifiques, internes (délais de révélation des créances douteuses cachées) mais également externes (crise asiatique, appréciation du yen), qui est venue frapper une économie en situation d'extrême fragilité.
- Les États-Unis pourraient éviter l'enclenchement d'une spirale déflationniste grâce à la mise en place d'une politique économique très agressive. Les autorités américaines concentrent leurs efforts pour éviter de reproduire les erreurs des autorités japonaises. Leur gestion de la crise semble *ex ante* plus réactive et de plus grande ampleur : plans de relance budgétaire rapides, ciblés et massifs, baisses de taux agressives, mesures non conventionnelles de politique monétaire et mise en place d'une structure de défaisance rachetant les « actifs toxiques ».
- La baisse des prix à la consommation en glissement annuel observée depuis mars 2009 aux États-Unis s'explique essentiellement par un effet base sur les prix de l'énergie. Elle ne serait que temporaire.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et de la Politique économique et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi.

Réaction de la politique monétaire après l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis et au Japon



Source : DGTPE

1. L'origine de la crise américaine s'apparente à celle de la crise japonaise des années 1990

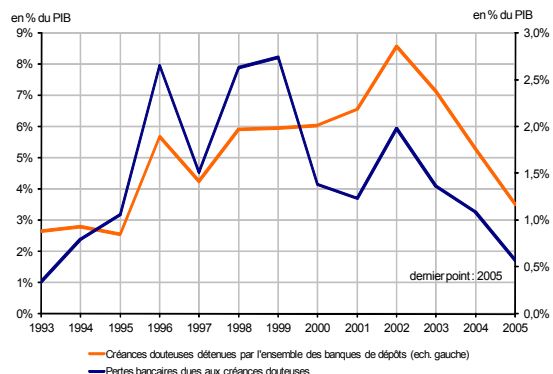
1.1 Le besoin de désendettement des entreprises non financières est à l'origine de la crise déflationniste japonaise

On retrouve en amont de la crise japonaise une abondance de liquidité causée par la détente rapide de la politique monétaire consécutive à la baisse des tensions inflationnistes dans les années 1980 et une forte augmentation de l'offre de prêts des banques induite par l'augmentation de la concurrence dans le secteur bancaire. Ceci a conduit à la formation de bulles sur les prix des actifs boursiers et immobiliers qui ont éclaté à la suite de la hausse des taux d'intérêt japonais et mondiaux. En particulier, les entreprises non financières avaient profité du faible coût du capital et de la forte hausse de leur valorisation boursière pour s'endetter auprès du système bancaire, ce qui a significativement soutenu la croissance *via* une hausse sensible de l'investissement. Ces emprunts étaient facilités par la structure productive particulière du Japon qui était caractérisée par des liens extrêmement forts entre des cartels industriels (les *Keiretsu*) et le système financier.

Les marchés immobiliers et boursiers ont chuté fortement après l'éclatement de la bulle, ce qui a rendu le système bancaire insolvable. Pour limiter les pertes, les banques, historiquement peu rentables, ont lentement nettoyé leurs bilans ; la liquidité bancaire et l'offre de crédit se sont réduits. Une allocation non optimale des crédits vers les entreprises non rentables s'est alors mise en place au détriment des entreprises saines qui se sont trouvées à court de liquidité. En outre, le recul des prix des actifs immobiliers et boursiers a entraîné une chute des profits des entreprises et, conjugué à la baisse du crédit, une multiplication des faillites d'entreprises. La détérioration du bilan des entreprises et des banques, les nombreuses faillites et l'étranglement des liens qui existent entre les entreprises et les institutions bancaires ont entraîné une augmentation importante des créances douteuses qui ont fortement pesé sur les bilans des banques et restreint davantage le crédit (cf. graphiques 1 et 2).

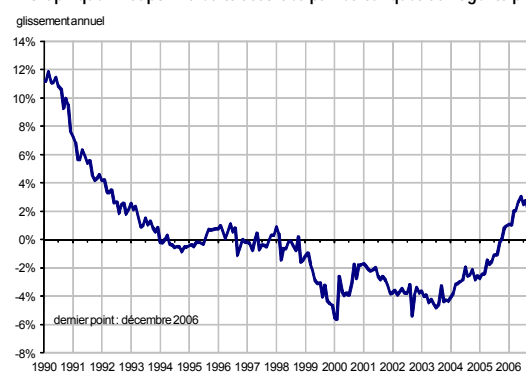
Les entreprises non financières ont eu un besoin très rapide de se désendetter, car leur situation financière était très dégradée au début des années 1990². Les entreprises ont alors fortement baissé leurs dépenses d'investissements (cf. graphique 3), ce qui a réduit leur demande, affaiblissant l'économie japonaise et provoquant un effet dépressif sur les prix. C'est donc dans le besoin de désendettement des entreprises non financières que la crise déflationniste japonaise a trouvé son origine et non à cause d'un attentisme des ménages en matière de consommation. En effet, les ménages ont puisé dans leur épargne depuis le début des années 1990³, compensant ainsi la baisse de la demande des entreprises, soutenant la demande intérieure et contrant les tensions déflationnistes.

Graphique 1 : Japon : créances douteuses et pertes bancaires dues aux créances douteuses



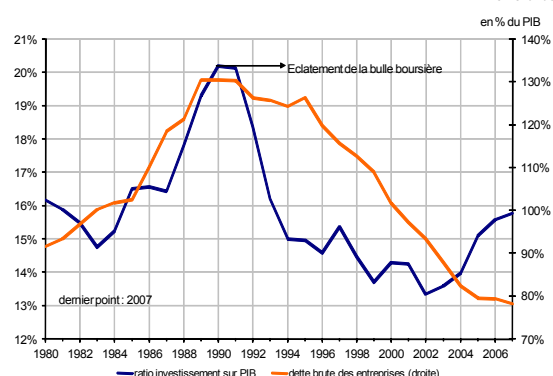
Source : FSA

Graphique 2 : Japon : crédits accordés par les banques aux agents privés



Source : OCDE

Graphique 3 : Japon : dette et investissement des entreprises privées non financières



Source : Banque du Japon, Comptes nationaux

1.2 Aux États-Unis, le même mécanisme de déflation par la dette constitue un risque, mais il concerne les ménages

Comme pour le Japon à la fin des années 1980, on observe aux États-Unis à partir des années 2000 un phénomène similaire de croissance de la liquidité mais, dans ce cas, dû à une politique monétaire très accommo-

- (1) Les banques ont en effet eu tendance à solvabiliser les emprunteurs en défaut afin que ces derniers puissent rembourser les intérêts dus et que les banques ne soient pas obligées de classer ces crédits en défaut de paiement. C'est ainsi que les crédits bancaires ont été alloués en priorité aux entreprises les moins rentables, ce qui a réduit l'offre de crédit aux entreprises en bonne santé et a contribué à maintenir en vie des entreprises non rentables. Cf. La déflation japonaise : le rôle-clé du besoin d'ajustement des bilans des entreprises. *Diagnostics Prévisions Analyses Économiques n°29 - Février 2004*.
- (2) Les investissements massifs réalisés à la fin des années 1980 ont conduit à un besoin de financement très creusé, caractéristique d'une économie au sortir d'une bulle d'investissement.
- (3) Plusieurs pistes peuvent expliquer cette baisse tendancielle du taux d'épargne : le vieillissement de la population, un effet « substitution » à la faveur de la baisse des taux d'intérêt, une substitution de la consommation à l'investissement en logement.

dante, accentuée depuis le début des années 2000 par une forte augmentation de la liquidité mondiale. Les réserves de changes accumulées par les pays asiatiques à la suite de leur forte croissance ont en effet été drainées par les États-Unis. Comme au Japon, l'abondance de liquidité a conduit à une hausse du prix des actifs, immobiliers

et financiers, qui a renforcé la solvabilité apparente des emprunteurs et le recours à l'effet de levier (qui contribue à son tour à une hausse de la demande d'actifs et *in fine* à une hausse de leurs prix) et à un niveau élevé d'endettement et d'investissement.

Encadré 1 : Les mécanismes de la déflation

L'enclenchement d'une spirale déflationniste, où la baisse des prix et de la demande devient un processus autoentretenu, n'est possible que si au moins l'un des trois facteurs suivants est à l'oeuvre :

- Les anticipations d'inflation sont à la baisse

Les ménages ont tendance à reporter dans le futur leurs dépenses de consommation s'ils anticipent une poursuite de la baisse des prix. Ce comportement attentiste, pesant *in fine* sur la demande adressée aux entreprises, conduira celles-ci à baisser leur production, donc leur demande de travail et/ou les salaires de leurs employés. De même, si les entreprises anticipent une baisse des prix, elles vont anticiper une baisse de leurs profits et, pour limiter la contraction de leurs marges, elles vont diminuer leur demande de travail et/ou baisser les salaires. Le chômage augmente, les salaires baissent, amplifiant le ralentissement de l'économie et la baisse des prix. On arrive ainsi dans une situation où baisses des prix et de la demande intérieure s'autoalimentent.

- Certains agents, surendettés, voient leur dette réelle s'alourdir avec la baisse du prix des actifs : c'est la déflation par la dette

Lorsque le prix des actifs (réels ou financiers) baisse fortement, le coût réel de la dette augmente. Les agents, risquant d'être insolubles, peuvent être contraints de baisser leur levier d'endettement. Or, la baisse de la valeur des collatéraux conduit à un assèchement de l'offre de crédit. Les sources de financement et de remboursement des emprunts se raréfient. Les emprunteurs cherchent à vendre leurs actifs pour éviter la faillite, ce qui alimente la baisse des prix des actifs. Cette baisse des prix engendre à son tour une hausse des défauts et amplifie le rationnement de l'offre de crédit des banques. Dans ce contexte, la demande intérieure recule fortement, entraînant une baisse du niveau général des prix.

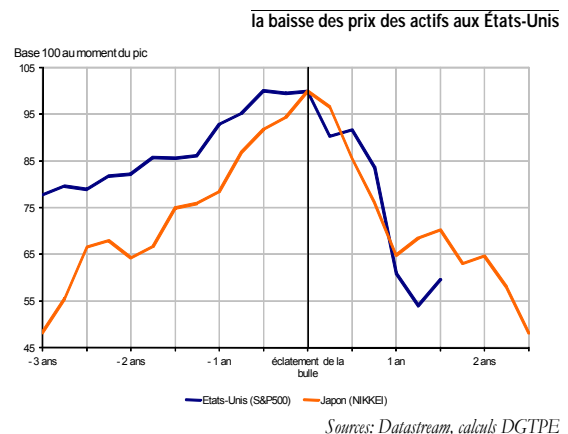
- L'économie est en situation de trappe à liquidité

Dans cette situation, les taux d'intérêt nominaux sont à un plancher et ne peuvent plus diminuer. La baisse des prix entraîne alors une hausse des taux d'intérêt réels et la politique monétaire devient inefficace pour relancer l'activité. La hausse des taux réels tend à déprécier la demande finale, en renchérissant le coût de l'emprunt et en alourdissant le poids de la dette des emprunteurs.

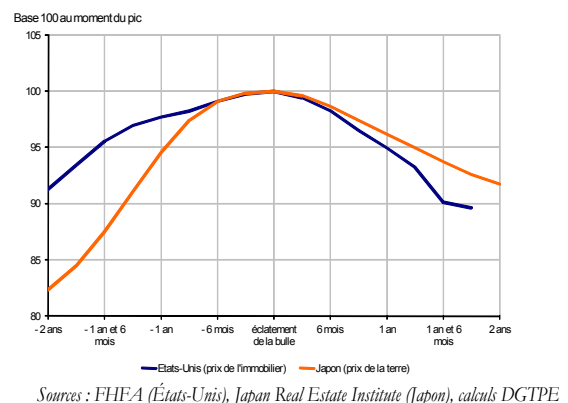
Au Japon, c'est principalement le mécanisme de surendettement qui a déclenché le processus de déflation, celui des anticipations et la situation de trappe à liquidité l'ont ensuite entretenu.

La bulle immobilière résidentielle semble avoir été d'ampleur comparable aux États-Unis et au Japon. Si la hausse du prix des actifs immobiliers dans le secteur résidentiel a été moins brutale aux États-Unis, sa baisse a été un peu plus rapide qu'au Japon et semble pour l'instant similaire dans le secteur commercial même si ce ne sont que les premiers trimestres de baisse aux États-Unis. En revanche, la bulle sur le prix des actifs financiers a été plus de dix fois supérieure à ce qu'elle a été aux États-Unis. En un an, après l'éclatement de la bulle, les actifs boursiers japonais avaient perdu 35 % de leur valeur, aux États-Unis, 18 mois après le pic d'évaluation des actifs, ceux-ci avaient perdu près de 40 % de leur valeur⁴. Cette baisse reflète la fragilité du système financier, la faillite d'acteurs majeurs sur le marché ayant entraîné une forte baisse des prix des actifs et une hausse de la volatilité.

Graphique 4 : prix des actions lors de l'éclatement de la bulle au Japon et de



Graphique 5 : prix des actifs immobiliers résidentiels lors de l'éclatement de la bulle aux États-Unis et au Japon (indices de prix nationaux)



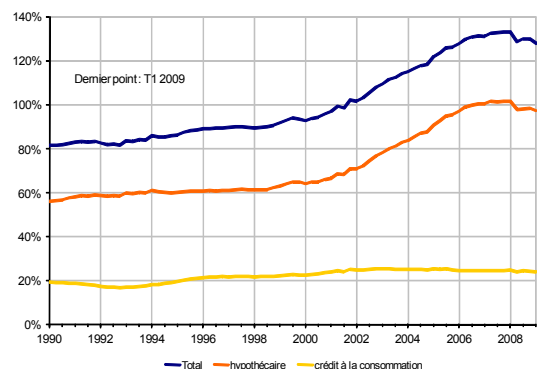
(4) Au Japon, la bourse avait continué à baisser pendant les années 1990 et perdu 60 % de sa valeur huit ans après l'éclatement de la bulle sur les actifs.

défauts⁵ a entraîné un retournement des anticipations de prix et finalement à une baisse de ceux-ci. Au moment où les prix immobiliers ont commencé à baisser, ce mécanisme de refinancement des prêts s'est interrompu. La crise immobilière s'est alors transmise au secteur financier via la hausse des défauts des prêts *subprime* du marché du crédit hypothécaire. La hausse des défauts des ménages a engendré de fortes pertes pour les institutions financières qui se sont diffusées à l'ensemble du système financier via les produits structurés et les prêts « repackagés » ; on retrouve en quelque sorte le même mécanisme que celui à l'œuvre avec les créances douteuses au Japon. Le manque de transparence quant à l'exposition et aux pertes réelles des institutions financières a engendré une crise de confiance sur le marché interbancaire. Celle-ci s'est d'abord manifestée par un assèchement des liquidités sur ce marché puis par une hausse des faillites d'institutions financières (notamment celle de Lehman Brothers). Ces faillites ont fortement déstabilisé les marchés qui, à leur tour, ont augmenté les difficultés financières des institutions bancaires. Il s'est alors mis en place un cercle vicieux sur le marché financier qui a conduit les institutions financières à réduire considérablement leur levier et leur offre de crédit. Le manque de transparence dont ont fait preuve les institutions quant à l'exposition de leur bilan et à leurs pertes réelles a entraîné un vaste mouvement de défiance qui a entravé gravement le fonctionnement du système financier mondial (la dispersion du risque lié aux prêts immobiliers américains a, en effet, été mondiale).

Ainsi, les crises américaine et japonaise ont fondamentalement la même origine et donc les mêmes conséquences déflationnistes peuvent être envisagées. Cependant, les mécanismes de déflation à l'œuvre seraient très différents entre les deux pays notamment en raison des spécificités de l'ajustement sur le marché du travail (la dépression de

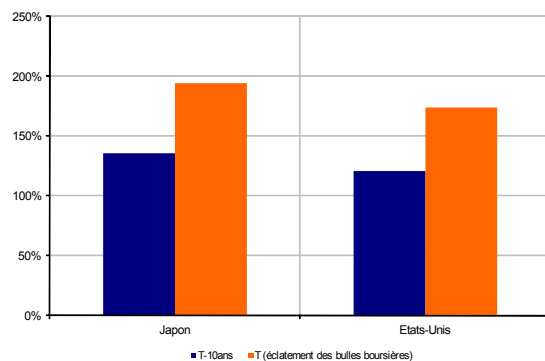
la demande finale transiterait par l'ajustement de l'emploi et non par une boucle prix-salaire aux États-Unis) et de l'environnement international (l'appréciation du yen, en particulier, a exercé une pression supplémentaire à la baisse sur les prix).

Graphique 6 : endettement des ménages américains, en % du RDB



Source : Fed

Graphique 7 : endettement des agents privés non financiers, en % du PIB



Sources : BoJ, Fed, calculs DGTPE

2. Les principales différences dans le mécanisme de déflation au Japon et aux États-Unis tiennent à l'ajustement sur le marché du travail et à l'environnement international.

La dégradation de l'environnement international qui a accentué le ralentissement nippon avait une cause exogène à la crise japonaise : la crise asiatique qui a éclaté en 1997 et qui a fortement touché l'économie japonaise via les exportations (principal moteur de l'économie au Japon). L'effondrement actuel de la demande mondiale adressée aux États-Unis résulte pour sa part essentiellement de la contagion de la crise américaine au reste du monde. Les États-Unis, étant à l'origine de la crise, connaissent une très forte baisse de leurs importations en raison de l'effondrement de la demande intérieure. Ce recul des importations fait plus que compenser celui des exportations dû à la baisse de la demande mondiale. Le déficit commercial se réduit de façon drastique. Au final, le commerce extérieur contribue positivement à la croissance du PIB américain en 2008 et au 1er semestre 2009. En revanche, entre 1997 et 1999, le ralentissement de la demande mondiale adressée au Japon étant exogène à l'économie nipponne, le ralentissement des exportations a été tel que la contribution du commerce extérieur à la croissance a été nulle.

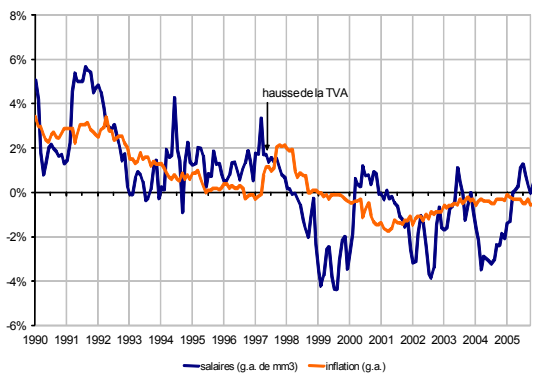
Les nombreuses appréciations du yen dans les années 1990 avaient déjà engendré une baisse supplémentaire des prix (via les importations) et pesé sur les exportations en raison des pertes de compétitivité subies, phénomène amplifié par la baisse de la demande mondiale adressée au Japon pendant la crise asiatique. Les États-Unis ne pâtissent pas au contraire d'une évolution défavorable du change : lors de l'entrée en récession au 4^e trimestre 2007, le dollar se dépréciait, soutenant ainsi l'activité.

Au Japon, l'ajustement du marché du travail en réaction à la forte baisse de la demande intérieure, et *in fine* du PIB, a porté sur les salaires tandis que celui-ci semble plus porter sur l'emploi aux États-Unis. Au Japon, les salaires sont flexibles à la baisse en temps de crise : les syndicats japonais ont une cible implicite d'emploi total et sont donc prêts à accepter des baisses de salaires en période de ralentissement de l'économie pour éviter une hausse du chômage trop importante (jusqu'à la fin des années 1990, le chômage n'avait pas dépassé les 3,5 %). La baisse des bonus est ainsi, avec la diminution des heures supplémentaires traditionnellement très élevées, l'un des

(5) La hausse des taux de défaut en 2006 résulte, pour partie, du renchérissement des remboursements prévus par la plupart des prêts *subprime* (en début de période les emprunteurs commencent à rembourser avec un taux d'intérêt faible qui est augmenté par la suite), auquel s'ajoute la hausse du taux d'intérêt directeur qui se transmet aux taux hypothécaires étranglant ainsi certains emprunteurs fragiles qui avaient emprunté à taux variables.

principaux leviers actionnés par les entreprises pour ajuster les salaires à la baisse. Les salaires avaient commencé à ralentir au début de la crise, mais la dégradation de l'activité en 1997 et son impact sur la demande intérieure les a conduits cette fois à diminuer sensiblement. Cela a exercé une pression négative sur des prix (cf. graphique 8) déjà affectés par les tensions déflationnistes liées à l'ouverture croissante aux pays d'Asie émergente⁶ dont les prix d'exportations diminuaient.

Graphique 8 : Japon : salaires et inflation



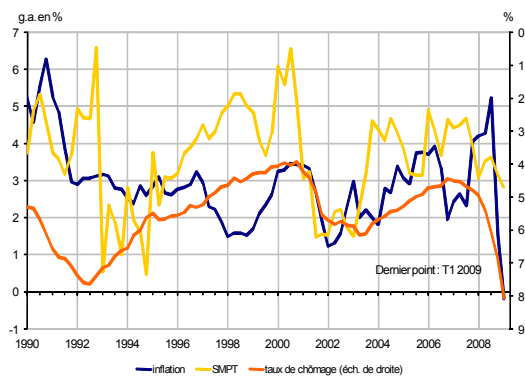
Sources: Datastream, calculs DGTPE

Aux États-Unis, au contraire, les salaires sont très peu cycliques et n'ont pas vraiment ralenti depuis le début de

la crise. L'emploi, en revanche, a été la variable d'ajustement du marché du travail. Ainsi, si une boucle prix-salaire semble moins probable aux États-Unis qu'au Japon, la hausse du chômage pourrait néanmoins déprimer la demande finale et peser indirectement sur les prix. La principale différence est que le mécanisme de déflation pourrait être moins direct aux États-Unis qu'au Japon.

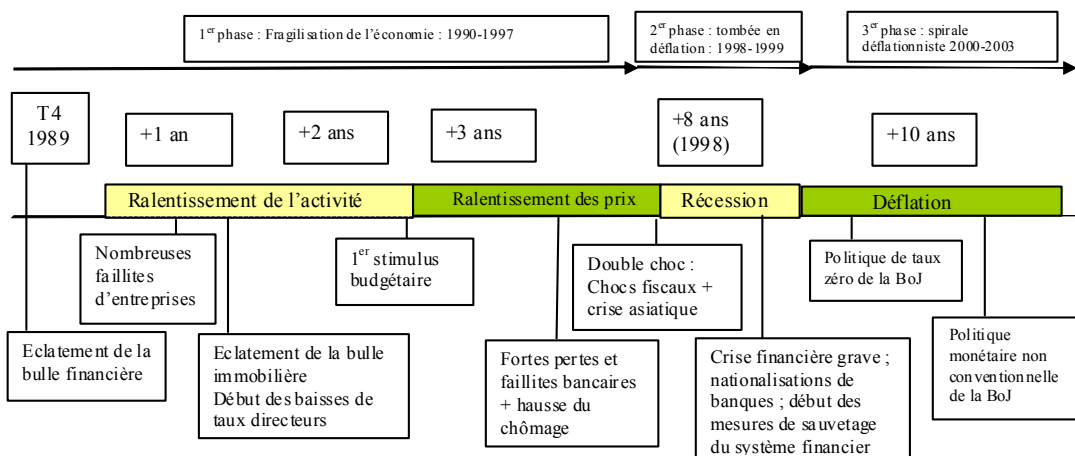
Il existe de plus un élément fondamental de la déflation japonaise qui ne serait pas présent aux États-Unis : une politique économique inappropriée à la gravité de la crise.

Graphique 9 : États-Unis : inflation et marché du travail



Source : BLS

Encadré 2 : Le déroulement de la crise japonaise



Source : DGTPE

3. La politique américaine semble plus adaptée contre le risque de déflation que ne l'a été celle du Japon

3.1 Au Japon, les autorités ont tardé à réagir

La Banque du Japon (*BoJ*) avait continué à monter ses taux après l'éclatement de la bulle financière, ce qui avait contribué à la fragilisation du système bancaire. Il avait fallu attendre l'explosion de la crise immobilière (un an après celle de la bulle boursière) pour qu'elle commence à baisser ses taux directeurs, et plus de cinq ans pour qu'elle les ramène à 0,5 %. Les baisses de taux n'ont pas

été suffisantes pour éviter les faillites massives des institutions financières car leurs pertes étaient déjà lourdes. Cette politique monétaire s'est révélée cependant inefficace puisque le canal du crédit était bouché (incapacité d'une relance par le crédit en raison de la dégradation du bilan des banques : on observe un rationnement du crédit à partir de 1998) et que l'inflation négative conduisait à une hausse du taux d'intérêt réel (le mécanisme de trappe

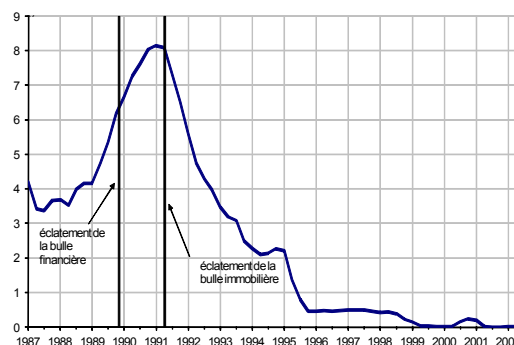
(6) Le mouvement de déréglementation s'est traduit par l'ouverture du marché aux produits manufacturés étrangers, dont la part dans les importations totales est passée de 23 % à 59 % entre 1980 et 1995.

à liquidité qui a contribué à renforcer la spirale déflationniste, cf. encadré 1). Cette situation est en grande partie due au fait que les banques, le gouvernement, et la *BoJ* ont tardé à reconnaître l'importance de la question des créances douteuses et à s'en saisir. Le problème n'a éclaté au grand jour que quand le Japon a été au bord de la crise systémique, il est symptomatique de la crise japonaise et c'est un des principaux facteurs qui ont contribué à l'extraordinaire longueur de la crise.

Le gouvernement japonais a annoncé dix plans de relance entre 1992 et 2000, d'un montant cumulé d'environ 27 % du PIB se répartissant environ pour moitié en dépenses budgétaires réelles et pour moitié en mesures financières (aides financières aux banques et lignes de crédits aux PME). Cependant, pour de multiples raisons, l'efficacité

des plans fut faible au regard de leur ampleur officielle (cf. encadré n°3).

Graphique 10 : réaction de la politique monétaire japonaise à l'éclatement des bulles de prix des actifs



Encadré 3 : Pourquoi la relance budgétaire japonaise n'a pas été efficace malgré son ampleur

Sur la totalité des plans de relance annoncés par le gouvernement japonais (pour un montant cumulé d'environ 27 % du PIB), les mesures favorables à la croissance ne représentaient en moyenne que 1/3^e du montant total (environ 10 % du PIB en cumulé). L'efficacité macroéconomique de ces mesures fut aussi réduite en raison des délais de mise en œuvre et de leur caractère trop ponctuel, quand elles n'ont pas été compensées par des contre-mesures restrictives. En effet, les consolidations budgétaires ponctuelles auraient contrebalancé les effets positifs des plans de relance et fait tomber le Japon en déflation en 1998 : le choc fiscal de 1997 (augmentation du taux de la TVA de 3 à 5 %, suppression des allègements d'impôts sur le revenu en vigueur depuis 1995, augmentation du ticket modérateur et forte baisse de l'investissement public) a participé à la récession nipponne de 1997/1998. En particulier, la hausse de TVA a, au delà du choc temporaire positif sur l'inflation, fait passer les prix en territoire négatif en raison de la forte baisse de la consommation. D'autres pistes explicatives sur l'inefficacité des plans seraient que les mesures étaient mal ciblées (orientées vers des secteurs sous performants) et qu'une trappe à liquidité se serait apparue.

a. « Fiscal policy works when it is tried » Adam Posen, *Institute of International Economics*, 1998

Ainsi la politique économique appropriée serait intervenue trop tardivement : *ex post*, les modèles de la *Fed*⁷ montrent qu'une baisse plus significative du taux d'intérêt avant 1995 et une politique budgétaire plus accommodante auraient empêché le Japon de tomber en déflation. Le caractère tardif de l'intervention de la *BoJ* n'a cependant pu être établi qu'*ex post*. *Ex ante*, la méconnaissance des difficultés du système bancaire et de la fragilité des entreprises, ainsi que des prévisions trop optimistes d'inflation et d'activité, ont conduit les analystes à juger appropriée la réaction de politique monétaire.

Ce n'est vraiment qu'à partir de 1998 que des mesures fortes pour enrayer la crise financière ont été mises en vigueur (cf. tableau 1). Ces mesures, ajoutées à la politique de taux zéro et aux mesures quantitatives (cf. encadré 4) de la *BoJ* à partir de 2001, réussirent lentement à purger le marché des mauvaises créances et à régler la crise. Cependant, les mesures de stabilisation bancaire n'ont pas été menées à terme par l'autorité de tutelle du système financier⁸, et il a fallu attendre 2003 pour que le gouvernement procède au rachat de l'ensemble des créances douteuses (cf. graphique 1). Les politiques de taux zéro puis d'assouplissement quantitatif ont modifié avec succès les anticipations des agents sur la chronique des taux courts futurs, ce qui a fait un peu baisser les taux longs mais, en revanche, leur capacité à

relancer le crédit au Japon et à accroître les anticipations d'inflation a été, au mieux, très lente à se manifester.

Tableau 1 : Japon : mesures de politiques économiques et monétaires de sauvetage du système financier à partir de 1998, en points de PIB de 2000

Apports de fonds publics en capital	2,5
Garanties aux établissements de crédit	3,7
Création de structures de défaillance pour acheter les créances douteuses (en 1999 et 2003)	2,0
Octroi de prêts à taux différentiel aux établissements de crédit en difficulté	1,0
Achat par la <i>BoJ</i> d'actions auprès des banques	0,4
TOTAL	9,8

Source : DGTPE

En effet, la forte croissance de la base monétaire ne s'est pas traduite par une hausse suffisante de la masse monétaire car les banques n'ont pas modifié leur comportement de prêt en conséquence (multiplicateur monétaire très faible) et ont accru leur détention d'actifs sûrs. La faible efficacité de la politique monétaire peut aussi s'expliquer par un problème de crédibilité de la politique expansionniste de la *BoJ*. En effet, en 2000, en pleine

(7) Trois définitions différentes pour les créances douteuses ont été introduites par la loi japonaise. La première définition et les premières données associées n'ont vu le jour qu'à partir de 1993 tandis que les deux autres définitions n'ont été introduites qu'en 1999 à l'issue de la « loi sur la reconstruction financière » soit neuf ans après le début de la crise. (Cf. « Non performing loans and the real economy : Japan experience », Inaba et al, 2005 - *Bank for International Settlements* 22-07 pages 106-27).

(8) Alan Ahearne et al : Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experience in the 1990s, *International Finance Discussion Papers* n° 729; 2002.

(9) Les mesures de stabilisation bancaire adoptées à partir de 1998 n'ont pas été non plus optimales : deux programmes d'injections publiques ont été appliqués parallèlement à la garantie publique apposée sur les dépôts mais les contreparties demandées par les autorités n'ont pas été apportées, ce qui a engendré un aléa moral et n'a pas encouragé les banques à accélérer la recomposition de leurs actifs, à faire faillite ou à révéler leurs pertes.

déflation, la *BoJ* a augmenté ses taux avant de les baisser peu de temps après et il a fallu attendre 2003 pour que la *BoJ* communique clairement sur les conditions de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif¹⁰.

3.2 Les États-Unis ont tiré des leçons de la crise japonaise

3.2.1 Une politique monétaire très agressive

La gestion de la crise par les autorités américaines semble plus réactive et plus énergique. L'intervention monétaire américaine s'est faite immédiatement après l'éclatement

des bulles immobilières et financières, alors que la *BoJ* a attendu l'éclatement de la bulle immobilière, un an après celui de la bulle financière. Mais à partir du début de l'intervention monétaire, le rythme de baisse de taux a été comparable aux États-Unis et au Japon (respectivement 500 ppb de baisse contre 460 ppb sur les 21 mois suivants (cf. graphique 7). La *Fed* a mis toutefois moins de deux ans pour mener une politique monétaire de taux zéro, contre huit ans au Japon où le taux directeur était plus élevé au moment de l'éclatement de la bulle.

Encadré 4 : Politiques monétaires non conventionnelles au Japon et aux États-Unis

Entre 2001 et 2006, soit plus d'une décennie après le début de la crise, le Japon a mis en place une politique non conventionnelle qualifiée d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) qui a substitué un objectif quantitatif de taille du bilan à un objectif de taux d'intérêt. Cette politique était tournée vers le passif : il s'agissait d'atteindre une cible quantitative (revue à la hausse à plusieurs reprises) sur le niveau des comptes courants des banques privées japonaises au passif du bilan de la *BoJ* à travers des opérations d'*open-market*. La banque centrale a aussi étendu les modes opératoires de ses interventions : achats de bons du trésor, et à partir de 2002, d'actions, d'*ABS* et de *commercial paper*. Le ministère des finances a procédé de plus, à de fortes interventions de change en 2003 et 2004. Si cette politique a permis de limiter l'appréciation du yen et d'assurer un refinancement abondant et bon marché aux banques, elle n'aurait pas eu d'effet majeur sur l'activité^a.

La politique de la *Fed*, qualifiée par son président de *credit easing*, cherche davantage à jouer sur l'actif de la banque centrale. La *Fed* vise à agir sur plusieurs segments des marchés de capitaux (*commercial paper*, *MBS*, bons du Trésor) par l'achat de titres. Ceci entraîne une augmentation de l'actif de la banque centrale, ces achats étant par ailleurs financés par création monétaire (la banque centrale crédite les comptes des banques qui vendent ces titres). Les très nombreux crédits accordés contre des collatéraux de plus ou moins grande qualité font ainsi fortement augmenter le bilan de la *Fed*.

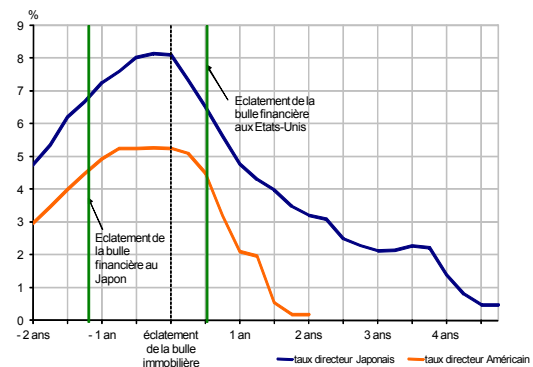
a. Cf. *Trésor éco n°56* : Politiques monétaires non conventionnelles : un bilan et *FMI*, 2009 Gauging risks for deflation.

Pour pallier à court terme les ruptures dans le financement de l'économie, des mesures plus directes de prêts aux banques et de recapitalisations sont prévues par le « plan de stabilisation du système financier ». Mais ce plan fournit aussi un soutien direct au crédit pour les ménages et les petites entreprises en apportant plus de 100 Mds\$ au programme *TALF*¹¹ de la *Fed*. De son côté, la *Fed* multiplie les nouveaux instruments de crédit afin de poursuivre l'assouplissement monétaire et d'assurer la liquidité sur les marchés primaire et secondaire. Cette politique est qualifiée de *credit easing* (cf. encadré 4).

La baisse des taux longs a également été un des objectifs de la *Fed*. La mise en place de mesures « non conventionnelles », telles que les rachats de *Mortgage Backed Securities*, de titres des *GSE*¹² et d'obligations du Trésor américain, a permis une baisse importante des taux longs hypothécaires, une certaine modération dans la hausse des taux des obligations d'État à dix ans et une dépréciation du dollar.

Si la situation semble s'être améliorée du point de vue de la liquidité, il faut impérativement que le canal du crédit, principal instrument de la politique monétaire et mode de financement indispensable des entreprises et des ménages, puisse de nouveau fonctionner normalement.

Graphique 11 : réaction de la politique monétaire après l'éclatement de la bulle immobilière au Japon et aux États-Unis



Sources : BOJ, Fed, DGTPE

La mise en place d'un mécanisme de pure création monétaire par la *Fed* permet de réduire les anticipations déflationnistes puisque ces mesures devraient avoir un impact inflationniste dès la reprise de l'activité. Les anticipations des agents pourraient alors passer de déflationnistes à inflationnistes sauf si les agents anticipent une hausse de taux dès la sortie de crise, auquel cas la politique de création monétaire serait inefficace pour ancrer les anticipations.

(10) Les conditions de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif étaient que le glissement annuel de l'inflation hors produits alimentaires frais (« *Core CPI* ») devait être positif plusieurs mois et que les prévisions ne devaient pas être négatives. Krugman explique que ces conditions n'étaient pas assez contraignantes et que, pour que la politique monétaire expansionniste soit vraiment crédible, il aurait fallu que la *BoJ* adopte une inflation cible de 4 % pendant quinze ans contre une inflation cible de 0 % pendant les années d'assouplissement quantitatif : « It's back : Japan's slump and the return of the liquidity trap » Krugman, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 29(1998-2) pages 137-206 ; 1998).

(11) *Term Asset Backed Securities Loan Facility* : ce programme supporte l'émission d'*ABS* (*Asset Backed Securities*) garantis par des prêts étudiants, des prêts automobiles... Prêts aux détenteurs de ces actifs *ABS* notés AAA.

(12) Les *Government Sponsored Enterprises* sont des entités publiques/privées spécialisées dans les prêts hypothécaires aux ménages présentant généralement des caractéristiques risquées. Les *GSE* les plus connues sont Fannie Mae et Freddie Mac.

3.2.2 Une politique budgétaire plus efficace

La politique budgétaire américaine est, comme au Japon, fortement axée sur un soutien à court terme de la demande finale (crédits d'impôts aux ménages, aides à l'investissement privé, investissement public...) mais, contrairement à l'expérience japonaise, les plans de relance pourraient être plus efficaces. Le plan de relance américain de 787 Mds\$ (5,5 % du PIB) voté en février 2009 faisant suite au plan de relance de 1,2 % du PIB de février 2008 est composé à hauteur de 39 % (2,1 % du PIB) en soutien à la consommation et en aides aux ménages en difficulté, à hauteur de 34 % (1,9 % du PIB) en investissements publics en infrastructures, en R&D (dans les domaines de la science et de l'énergie), en capital humain et pour les 27 % restants (1,5 % du PIB) essentiellement en aides aux États et aux collectivités locales, en grande partie pour le financement des programmes *MEDICAID* et *MEDICARE*³. Les secteurs en difficultés reçoivent quant à eux une aide budgétaire plus marginale, ainsi 55 Mds\$ (0,4 % du PIB) ont été extraits du *TARP*⁴ pour venir en aide à l'industrie automobile.

3.2.3 L'aide au secteur financier

Au-delà de cette aide à la demande finale, la politique monétaire américaine fait preuve d'une grande vigueur pour combattre la crise financière et éviter une entrée en spirale déflationniste « à la japonaise ».

À l'automne 2008, le Trésor est intervenu massivement dans le cadre du *TARP* pour recapitaliser certaines banques et nationaliser les *GSE*. Dans un deuxième temps, l'insuffisance des mesures adoptées a conduit le nouveau secrétaire au Trésor, Tim. Geithner, à annoncer un nouveau plan de sauvetage du secteur financier plus massif, plus ambitieux mais aussi plus contrôlé et structuré que le précédent. Le projet de rachat d'actifs dits « toxiques » a été repris et légèrement modifié (cf. encadré 5). La structure de défaillance des banques et les opérations de recapitalisation qui ont eu lieu sont comparables aux mesures japonaises mais leur mise en place a été beaucoup plus rapide.

Afin d'éviter l'enclenchement d'une spirale déflationniste par la dette, les autorités américaines ont mis en place un plan de restructuration des dettes des ménages en difficultés pour contenir les défauts sur les prêts hypothécaires conduisant à la dépréciation de la valeur des actifs.

Encadré 5 : Mesures adoptées par Tim. Geithner pour faire face à la crise financière

- Fonds d'investissement public/privé de 1000 Mds\$ visant à racheter les actifs « toxiques »;
- Mise en place d'un *stress test* pour évaluer la capacité des institutions financières à faire face à des pertes supplémentaires et leurs capacités de prêt en cas d'aggravation de la crise;
- Les superviseurs bancaires, la *SEC* et le Trésor vont amener les banques à révéler leur situation financière (leurs pertes) pour améliorer la transparence sur les marchés;
- Evaluation plus réaliste et prévisionnelle du bilan des institutions financières par les régulateurs financiers (*Fed*, *FDIC*, *OCC* et *OTS*).

Sophie RIVAUD

Michaël SICSIC

(13) *MEDICAID* est un programme qui fournit une assurance maladie aux individus et familles qui disposent de faibles revenus. *MEDICARE* est également un programme d'assurance de santé mais cette fois destiné aux individus de plus de 65 ans.

(14) Le *TARP* (*Troubled Asset Relief Program*) est un programme de 700 Mds\$ originellement créé pour racheter les « actifs toxiques » des banques.

Éditeur :

Ministère de l'Économie,
de l'Industrie et de l'Emploi

Direction générale du Trésor
et de la Politique économique

139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Benoît COEURÉ

Rédacteur en chef :

Jean-Paul DEPECKER

(01 44 87 18 51)

tresor-eco@dgtp.e.fr

Mise en page :

Maryse DOS SANTOS

ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ Juillet 2009

n°61. Le Revenu de Solidarité Active : principes de construction et effets attendus
Clément BOURGEOIS, Chloé TAVAN

Juin 2009

n°60. La Chine : « laboratoire du monde » ?
Alain BERDER, François BLANC, Jean-Jacques PIERRAT

n°59. Surplus distribuable et partage de la valeur ajoutée en France
Paul CAHU

Mai 2009

n°58. Enquête ménages et comportement de consommation en France
Slim DALI

n°57. Saisies immobilières aux États-Unis et pertes des institutions financières
Stéphane SORBE

http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtppe/TRESOR_ECO/tresoreco.htm