

**Gestion de la dette publique après la crise de 2008 : la fragilité  
européenne face à la prospérité japonaise  
(Etude comparative)**

**Public debt management after the 2008 crisis : European fragility  
in the face of japanese prosperity  
(Comparative analysis)**

**Khalid Rguibi**

Professeur à l'ENCG de Kenitra  
Université Ibn tofail Kenitra

**Khalid ACHIBANE**

Doctorant à l'ENCG de Kenitra  
Université Ibn tofail  
Ecole nationale de commerce et de gestion de Kenitra

**Date de soumission :** 03/03/2021

**Date d'acceptation :** 12/05/2021

**Pour citer cet article :**

RGUIBI K. & ACHIBANE K. (2021) « Gestion de la dette publique après la crise de 2008 : la fragilité européenne face à la prospérité japonaise (Etude comparative) », Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 2: Numéro 5» pp: 307–324.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0 International License



### Résumé :

Le creusement du déficit budgétaire a accru le recours des Etats aux marchés financiers pour lever rapidement et massivement des capitaux, et toute prévision négative sur le caractère soutenable de la politique économique peut être sanctionnée par les marchés financiers sous la forme de primes de risques plus élevés et d'une hausse du taux d'intérêt sur le marché des fonds prêtables.

Après la crise de 2008, les pays de la zone euro ont choisi la mise en place de plans d'austérité budgétaire pour rassurer les marchés. Le Japon par contre a réussi à garder un niveau élevé des dépenses publiques malgré son ratio de dette publique excédant très nettement celui des pays de la zone euro et des Etats Unis. Pourtant, le Japon n'a pas été pénalisé par les agences de notations et les marchés comme de nombreux autres pays moins endettés de la zone euro.

Cet article est une étude comparative de la gestion de la dette publique au Japon et dans la zone euro après la crise de 2008. L'objectif de cet article est de détecter les causes de la fragilité du modèle européen et les sources de puissance qui font du modèle japonais une exception au niveau mondiale.

**Mots clés :** dette publique ; déficit budgétaire ; dette japonaise ; dettes souveraines, crise économique ;

### Abstract :

The budget deficit widening has increased the governments' recourse to financial markets to quickly and massively raise capital, and any negative forecast about the sustainability of the economic policy may be sanctioned by the financial markets in the form of higher risk premiums and an increase in the interest rate in the loanable funds market.

After the 2008 crisis, the euro zone countries opted to implement some budget austerity plans to reassure the markets. Japan, on the other hand, has succeeded to keep a high level of public expenditures despite its public debt ratio distinctly exceeding that of the euro-zone countries and the United States. However, Japan has not been penalized by rating agencies and markets like many other less indebted euro zone countries.

This article is a comparative study of public debt management in Japan and the euro zone after the 2008 crisis. The objective of this article is to detect the causes of the fragility of the European model and the sources of power that make the Japanese model an exception in the world.

**Keywords :** Public debt ; budget deficit ; Japanese debt ; sovereign debt ; economic crisis

## **Introduction :**

Le creusement du déficit budgétaire a accru le recours des Etats aux marchés financiers pour lever rapidement et massivement des capitaux. L'enjeu pour l'Etat est donc de placer sa dette sur le marché obligataire au taux d'intérêt le plus bas. Avec la globalisation financière, les politiques monétaire et budgétaire de l'Etat sont devenues sous surveillance des marchés. La stabilité des prix est devenue un objectif crucial de la politique monétaire afin de préserver le pouvoir d'achat anticipé des titres financiers et garantir le taux de rendement réel du capital. La politique budgétaire, quant à elle, est devenue soumise à une forte contrainte de crédibilité, dans le cadre d'engagements supranationaux.

Toute prévision négative sur le caractère soutenable de la politique économique peut être sanctionnée par les marchés financiers sous la forme de primes de risques plus élevés, et d'une hausse du taux d'intérêt sur le marché des fonds prêtables. Le service de la dette des Etats augmente alors d'autant et peut enclencher un effet boule de neige de la dette publique. Parmi les facteurs d'inquiétude qui peuvent renforcer l'aversion au risque des marchés financiers, figurent les niveaux de dette insoutenables de certains pays, la faiblesse de la croissance économique potentielle qui rend difficile la stabilisation des ratios de dettes publiques par rapport au PIB, l'accumulation de déficits extérieurs, ou l'absence de volonté claire des Etats de s'engager à réduire les déficits publics.

Les Etats sont désormais des États surveillés. Lorsqu'un État ne fait pas la preuve dans la gestion de ses propres affaires de la rigueur nécessaire, les marchés le sanctionnent. Un dérapage des finances publiques, une erreur manifeste de politique économique, une instabilité politique, un flottement dans la mise en œuvre des réformes entraînent des réactions de plus en plus vives des marchés. Et l'on assiste sans délai à l'apparition de primes de risque, à des évolutions négatives de la Bourse ou à des mouvements de sortie de capitaux, à une baisse du taux de change...

Les marchés sont donc de plus en plus sensibles à la chose publique, et veulent de la lisibilité, de la visibilité, de la stabilité. Ils veulent de la rigueur dans la gestion des finances publiques, et ils exigent de la discipline pour éviter des déséquilibres croissants et déstabilisateurs.

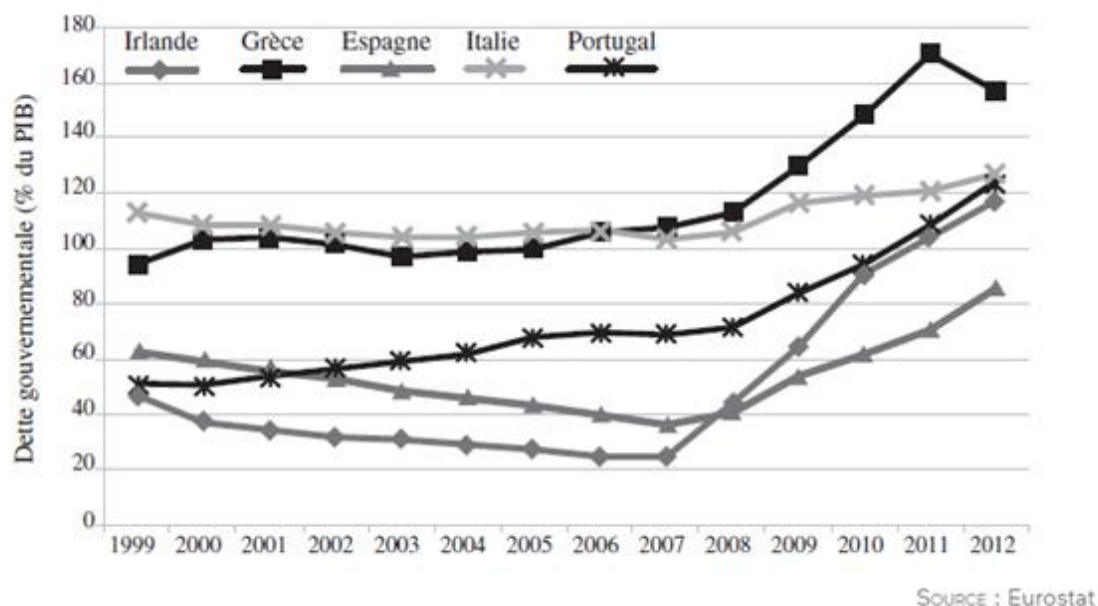
Après la crise de 2008, les pays de la zone euro ont choisi la mise en place de plans d'austérité budgétaire pour rassurer les marchés. Le Japon par contre a réussi à garder un niveau élevé des dépenses publiques entre 2008 et 2012 malgré son ratio de dette publique de 200% en 2010, excédant très nettement celui des pays de la zone euro et des Etats Unis. Pourtant, le Japon n'a pas été pénalisé par les agences de notations et les marchés comme de nombreux autres pays moins endettés de la zone euro.

Dans cet article, nous analyserons, dans un premier temps, l'expérience européenne en matière de gestion de la dette publique, et nous essaierons de voir quelles sont les déséquilibres accumulés et les contradictions institutionnelles de l'Union économique et monétaire de l'union européenne qui sont considérés comme les principales cause de sa fragilité. Après, nous analyserons l'expérience japonaise en matière de gestion de la dette publique, et essaierons de découvrir les raisons qui permettent à l'Etat japonais de maintenir l'équilibre de son économie, contrairement aux Etats de la zone euro, malgré le niveau de sa dette publique très élevé et sans retombées négatives sur l'économie japonaise.

### **1. Crise de la zone euro : Fragilité de l'Union ?**

La crise financière mondiale qui a frappé la zone euro s'est vite transformée en crise de dettes souveraines sous l'impact des plans de relance budgétaire nécessaires pour éviter une seconde Grande Dépression similaire à la crise des années 1930. En raison de la crise, puis de la récession, de nombreux gouvernements se sont retrouvés face à un creusement des déficits publics et un gonflement de leur dette publique (graphique 1).

**Graphique (1) : Évolution de la dette du secteur public et privé des pays de la périphérie de la zone euro, 1999-2012**



En 2007, avant la crise financière, la soutenabilité des finances publiques des pays de la zone euro, pris globalement, n'affichait pas des signes d'inquiétude. Le déficit public de la zone était de 0,6 point du PIB, alors que le niveau demandé pour garantir la stabilité de la dette nette à 40% du PIB pour une croissance de 4% l'an du PIB est de 1,6. Mais la crise a provoqué une forte hausse des déficits et des dettes publics des pays de la zone. Le déficit public est passé de 0,6% du PIB en 2007 à 6,6% en 2010. Le creusement étant particulièrement fort pour les pays les plus frappés par la crise : Irlande (de 0,1% en 2007 à -14,3% en 2009) ; Espagne (de 1,9% en 2007 à -11,2% en 2009) ; Grèce (de -5,1% en 2007 à -13,9% en 2009) ; Finlande (de 5,2% en 2007 à -3,8% en 2010). [Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, 2011]

Entre 2010 et 2020 la situation de la dette publique dans la zone ne s'est pas améliorée. Au 1er trimestre 2020, cinq pays de l'UE affichaient encore un niveau de dette publique supérieur à 100% du PIB. Il s'agit de la **Grèce** (176,7%), de l'**Italie** (137,6%), du **Portugal** (120,0%), de la **Belgique** (104,4%) et de la **France** (101,2%). [Noémie Galland-Beaune 2020]

### **1.1 Crise de confiance et effet de contagion :**

Traditionnellement, les crises souveraines se caractérisent par le non-paiement par un Etat de sa dette. Or la source de la crise des dettes souveraines dans la zone euro était le sentiment collectif partagé sur les marchés financiers d'un risque futur, voire imminent, mais non certain, d'un défaut de paiement d'un Etat. Il s'agit donc d'une crise de confiance liée à la psychologie des marchés financiers.

Pourtant les effets de cette crise de confiance étaient bien réels : l'Etat débiteur doit subir un net durcissement de ses conditions de refinancement et une hausse des taux d'intérêt. Ceci peut entraîner de fortes sorties de capitaux et une baisse des investissements étrangers.

Ainsi, lorsque la crise de la dette souveraine a commencé à l'automne 2009 dans la zone euro, la Grèce n'avait pas de problèmes de solvabilité, mais la révélation d'une grave défiance dans la présentation de ses comptes publics a généralisé le sentiment sur les marchés financiers que le pays pourrait ne plus assurer le paiement à l'échéance de ses créances. La dette grecque était en réalité beaucoup plus élevée que le niveau annoncé, et les agences de notation ont vite réagi en baissant fortement la note du pays. Ainsi, au printemps 2010, la Grèce devait supporter un taux d'intérêt de 7% pour se financer, alors que l'Allemagne se finançait à seulement 3%.

Les agences de notation ont revu la situation financière réelle de la Grèce. La dette publique était proche de 115% du PIB et le déficit budgétaire atteignait 13% du PIB, et cela a causé le renchérissement des taux d'intérêt demandés sur les marchés et a aggravé le problème de financement de la Grèce. [Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, 2015]

Après la Grèce, la perte de confiance des investisseurs a touché d'autres Etats de la zone euro comme l'Italie, l'Espagne, le Portugal et l'Irlande, dont les marchés ont commencé à douter de la solvabilité. L'apparition de ce risque a alors déstabilisé les finances publiques des Etats de la zone euro les plus exposés, et aussi le système bancaire et financier mondial, puisque les grandes banques internationales détentrices des titres de dettes souveraines ont dû faire face à un risque de défaut de paiement qu'elles n'avaient pas anticipé.

Pour rassurer les marchés financiers, la Grèce était obligé de mettre en œuvre un premier plan d'austérité, complété par un prêt de l'Union européenne et du FMI, avant que l'Union ne décide d'un nouveau plan de secours plus important sous forme de prêts et de garanties afin d'aider les pays de la zone euro également touchés par les mêmes difficultés que la Grèce, comme l'Espagne, le Portugal, l'Irlande. Les Etats se sont engagés à remettre en ordre leurs finances publiques en décidant de nouvelles mesures d'austérité.

Le problème est que ces plans de rigueur représentent un risque majeur : ils freinent la croissance du PIB, limitent les possibilités de remboursement des Etats, et provoquent de graves troubles politiques et sociaux, comme en Grèce qui devait financer sa dette à un taux d'intérêt très élevé.

## **1.2 Les raisons principales de la fragilité de la zone euro :**

La crise des dettes souveraines de la zone euro a révélé les déséquilibres accumulés et les contradictions institutionnelles de l'Union économique et monétaire de l'union européenne.

### **1.2.1 Des taux d'endettement très élevés :**

Depuis 1999, les taux d'intérêt ont baissé dans la zone euro, ce qui a causé un boom du crédit et la formation de bulles spéculatives, en particulier sur le marché de l'immobilier où les prix ont fortement augmenté durant les années 2000. Les pays qui avaient des taux d'inflation plus élevée ont connu une baisse de leurs taux d'intérêt réels, ce qui a boosté la demande intérieure et entraîné une hausse de l'endettement privé.

La dette combinée des ménages et des entreprises atteignait ainsi près de 380% du PIB en Irlande, et 215% du PIB en Espagne en 2007. La bulle de crédit qui s'est formée a explosé avec la crise financière, ce qui a entraîné une augmentation brutale du risque de défaut de remboursement, la chute des prix de l'immobilier, la récession et la stagnation des revenus, contraignant les pays à de difficiles plans de rigueur, à l'instar de la Grèce. [Jean-Pierre Biasutti et Laurent Braquet, 2018]

### **1.2.2 Divergence de la situation macroéconomique des Etats membres :**

Selon la théorie économique, un certain nombre de conditions doivent être réunies pour qu'un groupe de pays ait intérêt à choisir une zone monétaire de parités fixes plutôt que conserver des parités flottantes, et former une union monétaire. Robert Mundell a insisté dans ses travaux sur la nécessaire mobilité des facteurs de production (travail, capital) au sein de la zone, et sur la présence d'un budget suffisant pour amortir les chocs qui frappent les économies. D'autres critères ont été ajoutés dans des travaux ultérieurs, comme la proximité du degré d'ouverture des économies, ou les écarts entre les pays participants en termes de taux d'inflation, de productivité, ou de partage des revenus.

La zone euro réunit certains de ces critères, comme le degré d'ouverture et l'intensité des échanges commerciaux entre ses membres, mais ne remplit pas totalement celui de mobilité des facteurs, et surtout ne dispose pas d'un budget suffisamment important pour exercer les compensations nécessaires en cas de crise. La solidité de la zone euro a été mise donc en épreuve en raison de la divergence croissante de la situation macroéconomique des Etats membres, dont les intérêts semblent parfois contradictoires. La concurrence sur le marché unique a accentué aussi l'hétérogénéité de la zone euro en matière de spécialisation productive.

M. Aglietta (2012) souligne que la libéralisation des échanges a favorisé une organisation territoriale des activités productives polarisée entre les pays du nord et ceux du sud de l'Europe. Le Nord a renforcé ses activités industrielles tournées vers les nouvelles technologies créatrices d'emplois qualifiés, tandis que le Sud a poursuivi sa désindustrialisation et sa spécialisation dans les services peu qualifiés.

Or ces divergences durables et ces fragilités institutionnelles sont parfaitement perçues par les marchés financiers, conscients des difficultés éventuelles de remboursement futur de la dette de certains pays en raison des écarts importants de compétitivité au sein de la zone euro, entre les pays qui accumulent les excédents commerciaux, comme l'Allemagne, et ceux qui sont confrontés à un creusement des déficits comme l'Espagne et la France.

### **1.2.3 La nature des détenteurs de la dette publique :**

L'économiste Richard Koo a tenté en 2012 de tirer la leçon des différences induites par la nature des détenteurs de la dette publique. Il a remarqué que dans le contexte d'une récession de bilan, on observe une forte baisse des taux d'intérêt. Sauf dans des pays comme la Grèce, l'Espagne, le Portugal ou l'Irlande, dont la solvabilité de l'Etat est mise en doute par les marchés.

L'auteur explique cette différence par le fait que, dans une période d'incertitude, de volonté de réduction des risques et de désendettement, les gestionnaires de fonds des pays non membres de la zone euro tendent à privilégier l'acquisition de titres publics de leurs pays. De ce fait, au Japon, aux Etats Unis ou au Royaume Uni, une large partie de l'épargne est investie en titres publics nationaux, ce qui conduit à une baisse des taux sur ces titres et facilite le financement de la dette public de ces pays. Par contre, dès lors que la solvabilité d'un Etat est mise en doute par les marchés, les capitaux quittent précipitamment ces Etats provoquant une montée des taux et rendent de plus en plus difficile et couteux le financement de la dette publique. D'où l'instabilité à laquelle sont confrontés les pays de la zone euro.

Dans son étude, R. Koo propose aux gouvernements des pays de la zone euro de limiter les ventes de bons de Trésor aux résidents de cette zone. Il souligne que cette règle aurait, par exemple, évité l'endettement massif de l'Etat Grec. Elle aurait aussi assuré la souveraineté budgétaire des Etats membres. Un Etat en récession pourrait ainsi relancer son économie sous réserve de convaincre ses citoyens d'acheter des titres publics émis. Cette règle aurait aussi encouragé les résidents d'un pays connaissant des difficultés de financer sa dette publique d'acheter néanmoins des titres de celle-ci, plutôt que les bons de Trésor d'un Etat étranger.

## **2. L'expérience japonaise : l'exception qui confirme la règle ?**

Le Japon est l'un des pays qui ont été fortement touché par la crise de 2008. L'économie qui tire sa dynamique des exportations a connu une forte baisse de son PIB à cause de la contraction du commerce international en 2008-2009, ajoutée à la stagnation de la demande intérieure. La chute des marchés boursiers a diminué la valeur des patrimoines financiers des ménages, et la récession a ravivé la déflation que le pays a connue dès 1990, en raison de

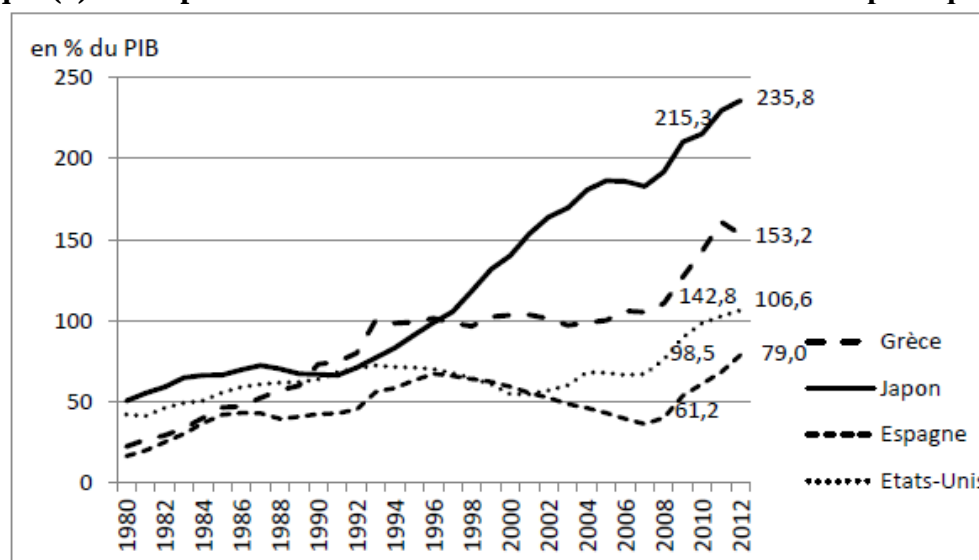
l'éclatement d'une bulle immobilière et boursière. Mais, Contrairement aux pays de la zone euro qui ont opté pour la mise en place de plans d'austérité budgétaire après la crise de 2008, le Japon a réussi à maintenir un niveau élevé de dépenses publiques même si son ratio de dette publique était beaucoup plus élevé que celui des Etats-Unis et des pays de la zone euro.

## 2.1 Un endettement public très élevé et une épargne abondante :

### 2.1.1 Un ratio d'endettement public très élevé :

Contrairement aux pays de la zone euro qui ont opté pour la mise en place de plans d'austérité budgétaire après la crise de 2008 pour rassurer les marchés, le Japon a réussi à maintenir un niveau élevé de dépenses publiques entre 2008 et 2012, même si son ratio de dette publique en 2010 (200%) était beaucoup plus élevé que celui des Etats-Unis (94%), de l'Italie (126%), ou de la Grèce (149%). (Graphique 2)

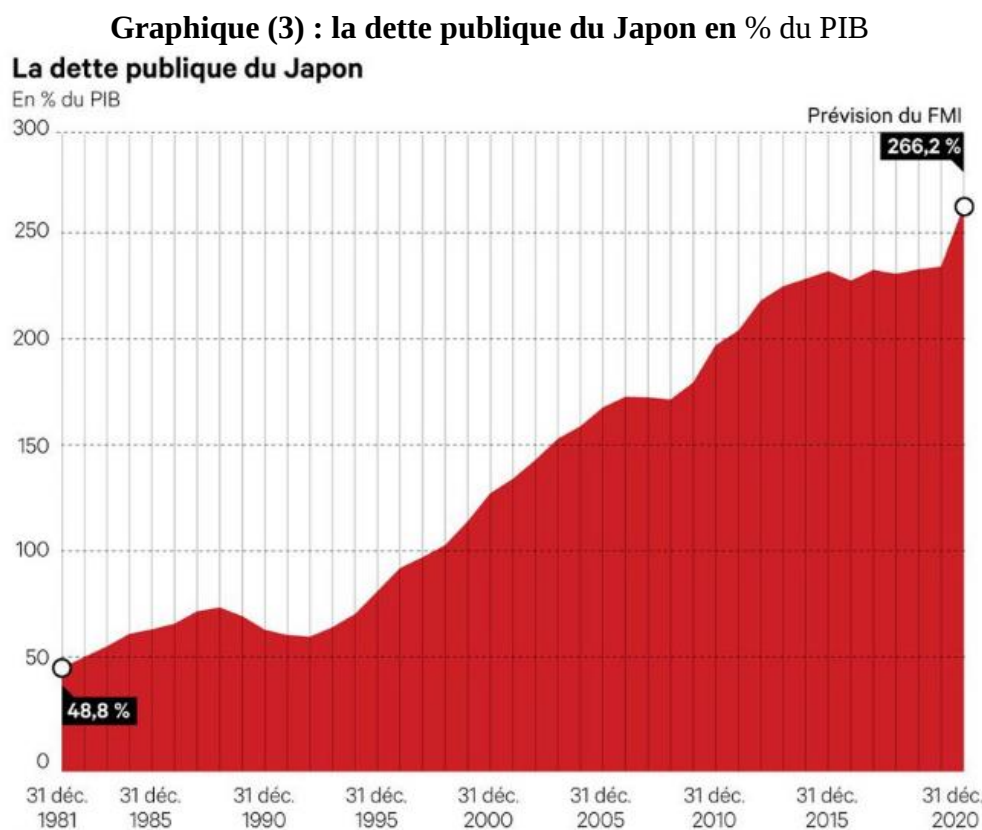
**Graphique (2) : Comparaisons internationales de l'évolution des dettes publiques brutes**



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

En 2015, d'après les données de l'OCDE, le niveau de la dette japonaise était le plus élevé entre les pays de l'OCDE.

Selon l'agence Fitch Ratings, en 2020 la dette publique japonaise a atteint 260 % de son PIB. Un ratio qu'aucune nation développée n'avait jusqu'ici expérimenté dans l'histoire moderne (Graphique 3).



Pourtant, la notation de la dette japonaise n'a pas été affectée (AA- pour S&P, Aa3 pour Moody's). Cette situation peut être expliquée par plusieurs facteurs : malgré son stock important d'épargne domestique, l'économie japonaise enregistre des excédents de la balance courante. Et la détention quasi-exclusive de la dette publique par ses résidents explique la stabilité et le faible coût de son financement.

### **2.1.2 une épargne abondante des ménages et nationalisation de la dette publique :**

Durant la décennie 1990, le pays a maintenu une politique monétaire très expansionniste sans parvenir à stimuler la croissance, et a mis en œuvre une série de neuf plans de relance budgétaires qui ont fortement accru l'endettement public pour porter la dette à 250% du PIB fin 2017. Les entreprises, massivement endettées, ont fait le choix de désendetter, au

détriment des investissements productifs. Le faible endettement privé des ménages a incité les pouvoirs publics à compenser par une hausse des dépenses publiques pour soutenir la demande globale, ce qui a fortement accru l'endettement public.

Le Japon a été donc confronté à une stagnation économique et les besoins de financement de l'Etat étaient couverts par l'abondante épargne privée des ménages : ces derniers souscrivent des titres publics soit directement, soit auprès des banques et des investisseurs institutionnels, ce qui permet le maintien de taux d'intérêt faibles versés par l'Etat et le service de la dette est couvert par les recettes fiscales.

La dette japonaise reste donc soutenable, parce que la quasi-totalité de cette dette (95%) est détenue par les résidents (tableau1). Nous parlons donc d'une nationalisation de la dette publique. [Evelyne Dourille-Feer, 2012]

**Tableau (1) : Structure des détenteurs d'obligations d'État au Japon**

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

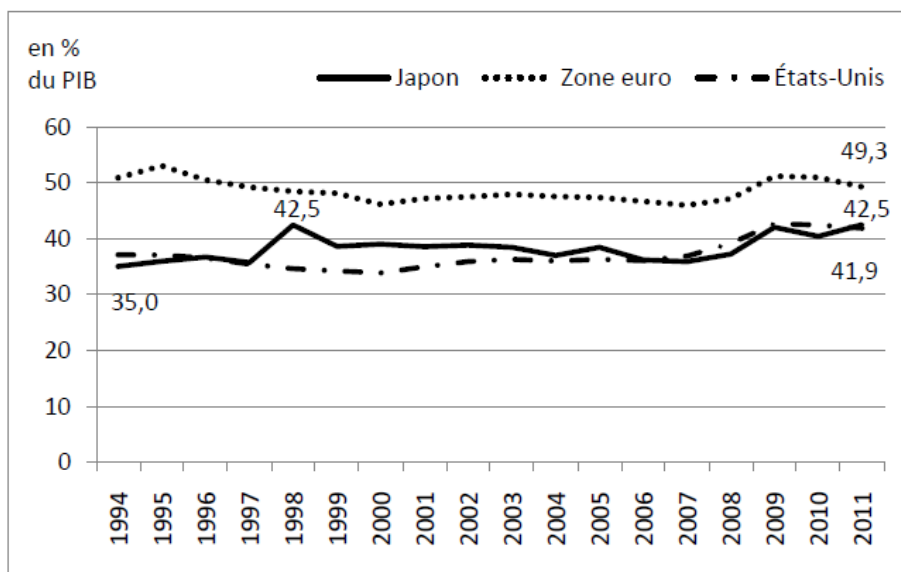
Source : Bank of Japan. 1) Décembre. 2) Y compris Banque postale, sociétés d'investissements en valeur mobilière (Securities investment trusts), maisons de titres (Securities companies). 3) Y compris assurance-vie de la poste.

## **2.2 Faiblesse des dépenses publiques et des recettes fiscales :**

Le creusement de la dette publique japonaise a commencé au cours des années 1990. L'Etat japonais essayait de stabiliser l'économie grâce à plusieurs plans de relance. Le pays a opté pour cette même politique de relance keynésienne pendant la crise de 2008-2009.

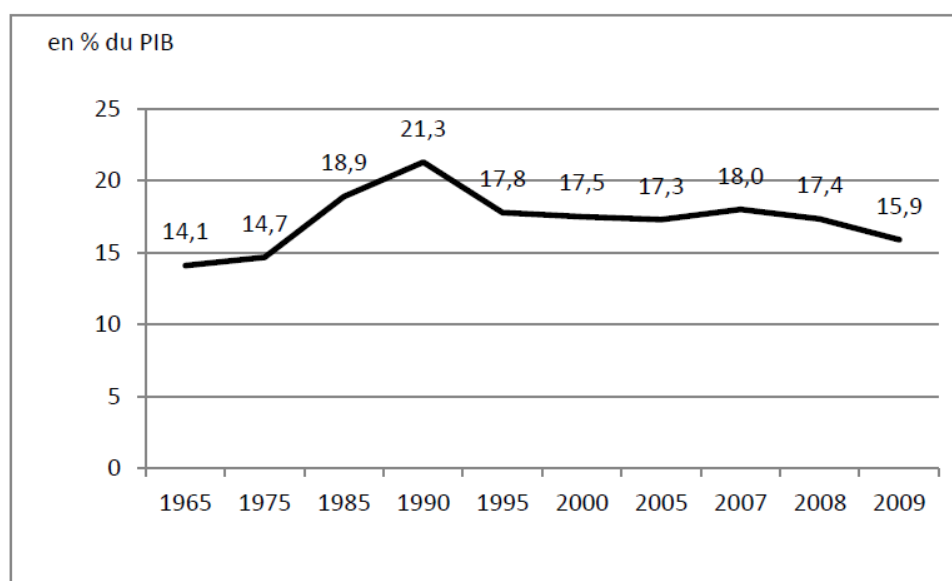
Ainsi, le niveau de la dette publique nippone a atteint des niveaux sans précédent, mais la comparaison de l'évolution du ratio dépenses publiques/PIB, entre 1994 et 2011, montre que le ratio japonais est resté au dessous de celui des pays de la zone euro et relativement proche de celui des Etats-Unis sur l'ensemble de la période. (Graphique 4)

**Graphique (4) : évolution du ratio dépenses publiques/PIB du Japon, Etats Unis et la zone euro 1994 - 2011**



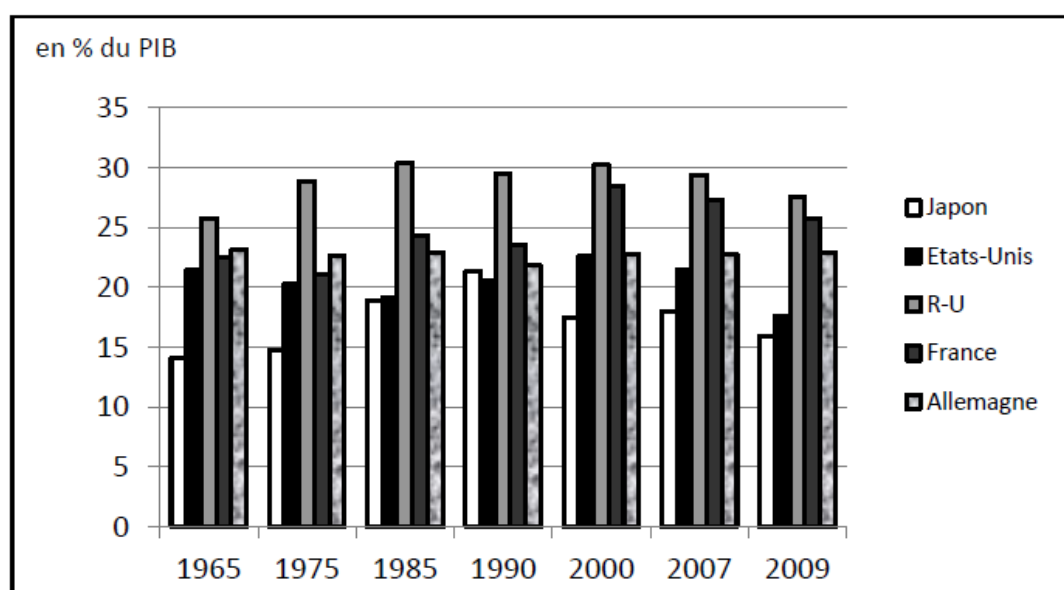
Source : OCDE, base de données Perspectives économiques n°90, décembre 2011. Estimations pour l'année 2011.

D'autre part, L'analyse de l'évolution des recettes fiscales du Japon entre 1965 et 2010 (Graphique 5) montre que le ratio total des impôts et taxes/PIB n'a pas connu une hausse considérable et il est resté stable malgré le niveau très élevé de la dette publique du pays.

**Graphique (5) : Evolution du total des recettes fiscales japonaises sur le PIB**

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

L'évolution du ratio **impôts et taxes/PIB** du Japon depuis 1965 et 2009 montre que la pression fiscale a été beaucoup plus faible au Japon par rapport aux autres pays, à l'exception des Etats-Unis entre 1985 et 1990. Le poids des impôts et taxes japonais dans le PIB a fortement baissé entre 1990 et 2000, et il était en 2007 à un niveau inférieur à celui atteint en 1985, malgré le niveau très élevé de la dette publique (graphique 6).

**Graphique (6) : Comparaison internationale de l'évolution des impôts et taxes (Source : OCDE)**

Ces évolutions montrent que l'objectif principal de l'Etat japonais était de maintenir le plein emploi en soutenant la croissance par des dépenses budgétaires lorsque les moteurs du secteur privé faiblissaient.

Le secret qui fait du Japon une exception réside, donc, dans l'adoption de l'approche keynésienne de la politique budgétaire alors que cette dernière avait été abandonnée dans les grands pays industrialisés, entre le début des années 1980 et la crise de 2008-2009, par crainte d'alimenter l'inflation ou de déséquilibrer la balance commerciale.

Les gouvernements japonais successifs ont appliqué une politique alternant défiance et rapprochement vis-à-vis du libéralisme et de la réduction du rôle de l'Etat. Dans l'ensemble, la défiance l'a emporté aux moments les plus aigus de crise. par exemple, grâce au soutien stabilisateur de la demande publique, le PIB nominal japonais s'est peu contracté et le PIB réel a progressé de près de 1% par an entre 1995 et 2005, malgré le désendettement net des entreprises de 30 trillions de yen (6% du PIB), [Evelyne Dourille-Feer, 2012].

### **2.3 La forte confiance des marchés financiers :**

Malgré son niveau de dette publique colossale et croissante, le Japon n'est pas pénalisé par les agences de notations et les marchés comme d'autres pays de la zone euro pourtant moins endettés. Le Japon a perdu son triple A en 2001 avec un niveau d'endettement public de 152% du PIB, alors que celui-ci excède le niveau de 100% du PIB depuis 1996. En 2012 sa note va demeurer de bonne qualité avec AA- chez Standard and Poor's par exemple malgré une dette qui dépasse le double du PIB.

Plusieurs raisons expliquent cette notation :

- le Japon n'a jamais connu des problèmes de solvabilité.
- La dette publique japonaise est détenue presque exclusivement par les résidents. Près de la moitié est détenue par les institutions publiques (fonds de pension publics, institutions financières publiques). Ce qui garantit débouchés et stabilité aux obligations d'Etat.

- D'après une étude de Shiraishi (2010), la persistance des excédents courants du Japon à moyen-long terme serait le principal facteur explicatif de la confiance et de l'optimisme des investisseurs.

### **Conclusion :**

1. Le niveau de sa dette publique exceptionnellement élevé, sans impact négatif sur l'économie, sans recours à des politiques de rigueur, et sans pression externe des marchés, fait du Japon une exception mondiale. Ce qui conduit à s'interroger sur les leçons à tirer de cette expérience :
  - L'exemple du Japon montre qu'une dette publique très élevée reste soutenable si sa maîtrise est préservée grâce à sa détention par les résidents, notamment par des institutions financières publiques.
  - La faiblesse des taux d'intérêt des obligations d'Etat constitue un outil efficace pour le freinage de la progression de l'endettement.
  - Contrairement à la plupart des pays développés, la montée de l'endettement public japonais n'est pas due à l'explosion des dépenses mais à l'affaiblissement des recettes. Ce qui favorise l'épargne.
  - Le Japon a pu équilibrer entre une politique monétaire de taux zéro et d'assouplissement quantitatif et une politique de maintien du soutien de la demande publique à l'économie malgré une dette très élevée.
2. Les Etats de la zone euro sont devant un dilemme : en cas de récession, si les pays fragilisés par la dette publique optent pour les plans d'austérité qui asphyxient la demande et bloquent la croissance, l'inquiétude des marchés financiers risque de grandir quant à leur solvabilité future. Et si ces pays laissent les déficits publics s'aggraver pour éviter la récession, ils seront exposés à une remontée des taux d'intérêt et à une explosion du coût des emprunts sur les marchés de capitaux.
3. Toute politique de relance dans la zone euro devrait buter sur les contraintes institutionnelles imposées par les traités européens. Toute relance de la demande risque d'entraîner l'aggravation du déficit courant, sauf pour les pays qui disposent

d'une marge de manœuvre conséquente en raison de leurs excédents. Pour cette raison, toute politique de relance devrait être orientée vers un renforcement de l'appareil de production. Mais les effets bénéfiques d'une telle politique ne se feraient sentir qu'à moyen ou long terme.

4. La vulnérabilité d'un Etat est d'autant plus forte qu'il recourt davantage aux marchés financiers internationaux. Ceux-ci a priori moins contrôlable est plus volatiles que l'épargne domestique. Or, des déficits extérieurs cumulés rendent ce recours inévitable. La dépendance qui en résulte réduit la marge d'action d'un Etat et le contraint à l'austérité quand les taux d'intérêt qui lui sont demandés deviennent prohibitifs au point de compromettre le remboursement de ses dettes. Et un déficit extérieur important, même s'il s'accompagne d'un excédent budgétaire ou d'un faible déficit, reste problématique puisque le pays continue à s'endetter, sauf s'il le fait dans la monnaie nationale.
5. Dans les pays où les banques centrales peuvent intervenir comme prêteurs en dernier ressort, cette assurance pourrait être suffisante pour éviter que l'inquiétude suscitée par un endettement public jugé excessif ne dégénère en une crise financière grave. Le Japon dont la dette publique est infiniment plus forte que celle d'autres pays développés, est beaucoup moins soumis aux aléas des marchés financiers internationaux, du moins tant que sa balance courante reste excédentaire et lui permet un financement presque exclusivement domestique de sa dette, soit par la monétisation de titres publics, soit par les achats d'autres investisseurs domestiques.

### **Bibliographie :**

Alexandre Jeanneret et Elian Chouaib, 2015, « La crise de la dette en Europe », l'Actualité économique, Volume 91, numéro 4

André Grjebine, 2015, « La dette publique et comment s'en débarrasser »,

Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak, 2011, « La crise des dettes publiques de la zone euro », <http://ses.ens-lyon.fr>,

Evelyne Dourille-Feer, 2012, « Les dessous de la dette publique japonaise », CEPII

Jean-Pierre Biasutti et Laurent Braquet, 2018, « Comprendre la dette publique », Thèmes et Débats

Michel Aglietta, 2012, « Zone Euro - Eclatement ou fédération », Michalon

Noémie Galland-Beaune, 2020, « La dette publique des Etats de l'Union européenne », [www.touteurope.eu](http://www.touteurope.eu)

R.A. Mundell, November 1961, «A Theory of Optimum Currency Areas», American Economic Review.

Richard Koo, 2012, «Balance Sheet Recession as the Other-Half of Macroeconomics», Nomura Research Institute

SHIRAISHI SEIJI, 2012, «Japan's Current Account Surplus Looks Sustainable for Many More Years», Global research, HSBC.