

UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL

Les capitalismes chinois et japonais en temps de crise

Par Charot Thomas

2-072-1-0 M.Sc. Études internationales,
Faculté des Arts et des Sciences

Mémoire présenté en vue de l'obtention du grade de Maître en Études internationales,
option coopération et développement

Septembre, 2016

© Charot Thomas, 2016

UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL
Faculté des Arts et des Sciences

Ce mémoire intitulé :
Les capitalismes chinois et japonais en temps de crise

Présenté par :
CHAROT Thomas

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Dominique Caouette
(Président-rapporteur)

Bernard Bernier
(Directeur de recherche)

David Ownby
(Membre du jury)

RÉSUMÉ

Le krach chinois de l'été 2015 sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen est arrivé dans un moment de ralentissement de la croissance économique chinoise. De même, la décennie perdue (1989-2002) au Japon, qui a commencé par la chute des cours boursiers en décembre 1989, survient une année où la croissance économique avait ralenti d'une année sur l'autre. Afin de relativiser ces ralentissements, il faut savoir que la croissance du PIB chinois est passée de 7,27% à 6,9% entre 2014 et 2015 ; et que la croissance japonaise est passée de 7,15% à 5,37% entre 1988 et 1989. Ces niveaux de croissance sont plutôt exceptionnels dans l'histoire longue du capitalisme. Malgré le fait que ce soit bien des ralentissements de croissance que l'on observe, on n'en reste pas moins dans des économies en forte croissance. Alors pourquoi et comment ces crises sont-elles survenues ?

À partir d'une analyse régulationniste des capitalismes chinois et japonais, on observe des transitions de régime de croissance qui s'opèrent dans les années 1970-80 au Japon et depuis 2008 en Chine. Ces transitions de régime suivent chacune une trajectoire particulière de libéralisation. Notre hypothèse est que plus une économie capitaliste se libéralise, c'est-à-dire que plus elle dérègle ses marchés financiers plus elle observe de l'instabilité sur ses marchés. Autrement dit, nous cherchons à établir un lien entre le degré de libéralisation du secteur financier et la survenue de crises financières.

En comparant la crise des années 1990 au Japon et le krach de l'été 2015 en Chine, on peut dire que la crise au Japon est une crise structurelle qui a énormément modifié le régime de croissance. En revanche, le krach chinois était une petite crise de liquidité sur les bourses causée en partie par de l'innovation financière (Ex. : opérations sur marge, dérivées, etc.) et un certain laisser-faire des régulateurs.

En observant les différentes trajectoires de libéralisation des deux pays, on peut discerner deux trajectoires distinctes. En revanche, on observe deux dynamiques qui sont similaires, à savoir une ouverture graduelle des économies et une déréglementation du secteur financier au fur et à mesure que les deux pays s'érigent en grande puissance économique. De plus, les crises qui sont l'expression des contradictions intrinsèques à tout système capitaliste vont avoir pour effet de purger une partie des créances douteuses tout en maintenant une dynamique de libéralisation. Nos recherches ont montré que la libéralisation du secteur financier est bien responsable en partie de l'instabilité financière et donc de la formation de bulles qui finissent toujours par éclater, déclenchant ainsi des crises financières.

Mots-clés : Krach, Crise, Chine, Japon, Bourse, Finance, Économie politique, Transition, Régulation

ABSTRACT

Both the Shanghai and Shenzhen stock markets crashed during the summer of 2015. This occurred at a time when China's economy was slowing down. The same phenomenon occurred in Japan during the 1990s. What is commonly referred to as the Japanese « Lost Decade », began when stock prices declined in December of 1989, at a time when economic growth was losing strength. We can compare the declining growth in the economies of China and Japan for these respective periods: China's economic growth diminished from 7.27% to 6.9% between 2014 and 2015; Japan's economic growth diminished from 7.15% to 5.37% between 1988 and 1989.

Notwithstanding the observed decline in both country's economy, these growth figures can still be considered exceptionally strong in a capitalistic system. We are therefore confronted to economic slowdowns in fast-growing economies. This begets the question: What reasons explain these two financial crises?

From the perspective of the « Théorie de la Régulation », a French school of political economy, transitions occurred in the *growth regimes* in both Japan and China. The genesis of the economic crisis observed in Japan was a consequence of contradictions proper to all capitalistic systems, a phenomenon that was observed during the 1970's and 80's. Similarly, the most recent turning point in China's evolving form of capitalism, occurred as of 2008. Each of these countries' *growth regime* transitions result from a different application of economic liberalization.

Our working hypothesis is the demonstration that, as a capitalistic economy becomes more liberalized, that is to say, financial markets become less and less regulated, the greater the volatility in the markets. In other words, can it be affirmed that there exists a direct link between a liberalized financial activity and financial crises.

In comparing the Japanese crisis during the '90s and the market crash in China during the summer of 2015, we can conclude that the root of Japan's difficulty was structural in nature, whereas China simply had liquidity difficulties that can be attributed to two causes: innovative financial tools and risk-tolerant market activities. In fact, Chinese market regulators tolerated prohibited practices.

There are also similarities in the liberalization of Japan and China's financial markets. What we assert to be common to both countries' pathway to market liberalization is openness to foreign investment and an increased international presence. In addition, both countries deregulated their financial sectors. These commonalities occurred as both countries became important economic players in the global economy.

We also conclude that both crises, occurring, as stated previously, in a climate of increased market liberalization, allowed for the partial expungement of bad loans. However, it is undeniable that the liberalization of financial markets has as an intrinsic quality, that of market instability. Thus, the existence of financial crises.

Keywords: Crash, Crisis, China, Japan, Stock Exchange, Finance, Political economy, Transition, Régulation

TABLE DES MATIÈRES

Résumé	iii
Abstract	iv
Liste des figures.....	viii
Sigles.....	ix
Remerciements	xi
Introduction	1
Chapitre I - La théorie de la régulation.....	5
1. Mise en contexte	5
2. Naissance d'une théorie.....	6
2.1 Le début.....	6
2.2 Tradition et approche.....	7
3. Les formes institutionnelles	8
3.1 Définition d'une institution	8
3.2 Formes institutionnelles régulationnistes	10
3.3 Complémentarité institutionnelle	16
3.4 Hiérarchie institutionnelle.....	17
4. Régime d'accumulation, mode de régulation et crises	18
4.1 Le régime d'accumulation	18
4.2 Le mode de régulation.....	19
4.3 Les crises.....	19
5. Premières applications de la TR.....	20
5.1 Période fordiste aux États-Unis	20
5.2 Crise structurelle des années 1970	22
5.3 Régime de basse pression salariale	24
5.4 Financiarisation de l'économie étatsunienne	26
5.5 De la crise des NTIC à la crise des <i>subprime</i>	27
6. Régime écologique.....	31
Chapitre II : Les structures du capitalisme chinois depuis 1978	36
1. Comprendre la transition économique de 1978.....	36
1.1 Un choix idéologique ?	36
1.2 Première phase de la transition (1978-1992).....	40
1.3 Deuxième phase de la transition (1992-2008)	45
2. Comprendre la Chine post-2008	56
2.1 La crise économique mondiale de 2008.....	56

2.2	Type de crise.....	60
2.3	Le régime écologique appliqué à la Chine : une autre crise ?	63
Chapitre III - Le krach chinois de l'été 2015		67
1.	Mise en place	71
1.1	Naissance d'une bulle.....	72
1.2	Le <i>shadow banking</i>	75
1.3	<i>Umbrella Trust</i>	78
1.4	China Securities Regulatory Commission	80
2.	L'intervention de l'État.....	81
2.1	Appel aux institutions financières	84
2.2	<i>China Security Financial Corp. (CSF)</i>	87
2.3	<i>Roller Coaster</i>	88
2.4	Bonnes ou mauvaises interventions ?	90
2.5	Répression	93
3.	La libéralisation continue	95
3.1	La Banque populaire de Chine.....	97
3.2	Le gouvernement	99
Chapitre IV : Les structures du capitalisme japonais de 1945 à 1990		105
1.	Évolutions des institutions japonaises de 1945 à 1973.....	106
1.1	L'Occupation américaine (1945-1952)	106
1.2	La Haute-croissance (1955-1973)	110
2.	Un mode de régulation compagnie-iste.....	115
2.1	Les fondements du compagnie-isme.....	115
2.2	La théorie de la relation hiérarchique marché-firme	117
2.3	Coordination et complémentarité institutionnelle	119
3.	Les mesures de libéralisation des années 1980.....	123
3.1	Politiques néolibérales	123
Chapitre V : Les crises japonaises de 1990 à 2007		136
1.	Mise en place de la crise	136
1.1	La bulle	136
1.2	L'intervention tardive de l'État.....	141
1.3	La politique bancaire	144
2.	Début des faillites	146
2.1	Les institutions financières	146
2.2	Le rôle de la <i>Deposit Insurance Corporation (DIC)</i>	150
2.3	Liquidation des <i>jusen (Housing Loan Companies)</i>	152
3.	Le plus dur de la crise	153
3.1	Le <i>Big-Bang</i> d'Hashimoto	153
3.2	Le gros de la crise	154
4.	Les conséquences économiques de cette crise	159
4.1	Les effets de la politique monétaire.....	159

4.2	Les impacts sur l'économie du Japon	160
5.	La crise japonaise d'un point de vue régulationniste	163
5.1	Interprétation en termes de coordination	164
6.	Vers la fin de cette crise	174
6.1	Légère reprise de 2002-2007.....	174
6.2	Politiques de Koizumi (2001-2006).....	175
Conclusion.....		178
Bibliographie.....		182
Annexe 1 : Les principales mesures de libéralisation de 1984 et 1985		187
Annexe 2 : Comparaison des régimes de croissance au Japon (1980 et 2000).....		188

LISTE DES FIGURES

<i>Figure 1 : Shanghai Stock Exchange Composite Index.....</i>	<i>71</i>
<i>Figure 2 : Shenzhen Stock Exchange Composite Index.....</i>	<i>72</i>
<i>Figure 3 : RMB pour 1 USD de janvier à novembre 2015.....</i>	<i>89</i>
<i>Figure 4 : Taux de change de la monnaie locale en dollars américains (USD), Japan</i>	<i>130</i>
<i>Figure 5 : Indice du Nikkei 225 de 1970 à 2015</i>	<i>139</i>
<i>Figure 6 : Dette Publique en pourcentage du PIB.....</i>	<i>159</i>
<i>Figure 7 : Taux de croissance du PIB (%) de 1980 à 2014.....</i>	<i>161</i>
<i>Figure 8 : Taux d'inflation au Japon de 1985 à 2014.....</i>	<i>162</i>
<i>Figure 9 : Taux de chômage au Japon de 1991 à 2014.....</i>	<i>162</i>

SIGLES

ABC – Agricultural Bank of China
ADBC – Agricultural Development Bank of China
AMC – Asset management corporation
BOC – Bank of China
BOJ – Bank of Japan
CBRC – China Banking Regulatory Commission
CCB – China Construction Bank
CCPC – Cooperative Credit Purchasing Company
CDB – China Development Bank
CDO – Collateralized Debt Obligations
CDS – Credit Default Swap
CEFP – Council for Economic and Fiscal Policy
CFFEX – China Financial Futures Exchange
CI – Compromis institutionnalisé
CIRC – China Insurance Regulatory Commission
CNH – Chinese Yuan Hong Kong
CSF – China Securities Financial Corporation
CSRC – China Securities Regulatory Commission
CSTP – Council for Science and Technology Policy
DIC – Deposit Insurance Corporation
DTS – Droits de tirage spéciaux
DSCF – Deposit Securities Compensation Fund
EVB – Entreprises de bourg et de village
FED – Federal Reserve
FMI – Fonds monétaires international
FRA – Financial Reorganization Administration
FRC – Financial Reconstruction Commission
FSA – Financial Supervisory Agency
FSA – Financial Services Agency
HK – Hong Kong
HLAC – Housing Loan Administration Corporation
ICBC – Industrial Commercial Bank of China
IDE – Investissements directs étrangers
LTCB – Long-Term Credit Bank
MCI – Ministry of Commerce and Industry
ME – Ministry of Education
METI – Ministry of Economy, Trade and Industry
MITI – Ministry of International Trade and Industry
MOF – Ministry of Finance
NBS – National Bureau of Statistics

NCB – Nippon Credit Bank
NTIC – Nouvelles technologie de l’information et de la communication
OCDE – Organisation de coopération et de développement économiques
OMC – Organisation mondiale du commerce
PBOC – People’s Bank of China
PCC – Parti communiste chinois
PIB – Produit intérieur brut
PLD – Parti Libéral Démocrate
PME – Petites et moyennes entreprises
QFII – Qualified Foreign Institutional Investors
RCB – Resolution and Collection Bank
RCC – Resolution and Collection Corporation
RMB – *Renminbi*
RTC – Resolution Trust Corporation
SAFE – State Administration of Foreign Exchange
SASAC - State-owned Assets Supervision and Administration Commission
SEC – Securities Exchange Commission
SLF – Standing Lending Facility
SSEC – Shanghai Stock Exchange Composite
SZSE – Shenzhen Stock Exchange
TR – Théorie de la régulation
TVA – Taxe sur la valeur ajoutée
UDIC – Urban Development Investment Corporation
VOC – Varieties of Capitalism
WMP – Wealth management product
ZES – Zones économiques spéciales

REMERCIEMENTS

Ce mémoire ayant fait l'objet d'un an et demi de recherche documentaire, il m'apparaît important de saluer les personnes qui m'ont accompagné tout au long de ce processus intellectuel éprouvant et stimulant à la fois.

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de recherche, Bernard Bernier, qui m'a accompagné dans mes recherches et réflexions pendant plus d'une année et dont les conseils se sont avérés indispensables à l'élaboration de ma pensée et donc du présent travail.

Je souhaite aussi remercier ma femme, Valérie David, qui m'a supporté tout au long de l'aventure et grâce à qui j'ai pu passer quatre mois en Chine pendant l'analyse de la crise de l'été 2015 sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen.

Merci beaucoup à Hélène Crowe qui a passé du temps à m'expliquer comment faire la mise en page d'un mémoire.

Enfin, un grand merci à ma famille. Tout d'abord, mes parents, Françoise et Philippe Charot qui m'ont soutenu tout au long de mon parcours universitaire. Puis, je souhaite remercier mon frère, Julien Charot, et ma belle-sœur, Constance Dupin, qui ont supporté mes histoires d'économie politique pendant des heures. Finalement, je souhaite remercier mes beaux-parents, Suzel Julien et Marc David qui sont toujours là quand on a besoin d'eux. Un merci spécial à Marc pour le temps passé à m'aider à traduire mon résumé en anglais !

INTRODUCTION

危机 (*weiji*) est le terme chinois qui se traduit le plus généralement par le mot « crise ». Ce terme est d'autant plus percutant qu'il se compose de deux caractères, le premier 危 (*wei*) peut être traduit par « danger », tandis que le second 机 (*ji*) fait référence à l'idée d'« opportunité ». Il est possible d'interpréter de multiples manières le concept de 危机, mais nous nous en tiendrons à son interprétation la plus littérale, à savoir qu'en Chine, on se représente une crise comme un moment à la fois dangereux et source d'opportunité. Il en va de même en japonais, où l'on retrouve le terme de « crise économique » dans les caractères suivants : 經濟危機 (*keizaikiki*). Avec 經濟 (*keizai*) signifiant « économie » et 危機 (*kiki*) signifiant « danger » « opportunité » donc « crise ».

Dans une période de crise, qu'elle soit économique, financière, politique ou encore sociale, on observe de nombreux acteurs politiques se démener pour tenter de trouver des solutions dans un environnement extrêmement volatile et dont le degré d'incertitude est à son maximum. À l'échelle mondiale, force est de constater que ces périodes de crise se reproduisent avec une fréquence de plus en plus élevée depuis les années 1980. Qu'est-ce qui peut expliquer une telle occurrence de ces crises ? En fait, qu'est-ce qui peut expliquer ces crises ? Et à qui profite le crime ? Le paroxysme des crises financières a été atteint avec la crise des *subprime* aux États-Unis en 2007-2008, ce qui devrait nous interpeler d'autant plus, car nous subissons encore les conséquences de cette crise.

Du côté de la Chine et du Japon, on n'échappe pas non plus à la récurrence de crises plus ou moins importantes, avec un potentiel de transformation structurelle plus ou moins grand, et qui ne manque jamais de trouver de temps en temps des remises en question pertinentes. Nous pensons que ces remises en question *pertinentes* sont d'ordre structurel. Les différentes écoles de sciences sociales ne manqueront pas d'être en désaccords sur l'analyse et l'interprétation des crises et elles seront encore moins d'accord pour trouver une marche à suivre pour sortir des crises. Toutefois, notre ambition n'est pas de donner des recommandations stratégiques quelles qu'elles soient, mais bien de

dévoiler une approche institutionnelle qui se donne pour objectif d'expliquer la survenue des crises et leur sortie.

Pourquoi avoir choisi la Chine et le Japon ? Ces deux pays sont particulièrement intéressants par leur histoire riche et entremêlée. Pour le Japon, on pense aux moments forts tels que la guerre sino-japonaise, les deux guerres mondiales, la remontée économique spectaculaire d'après-guerre et finalement une succession de crises à partir de la fin des années 1980. En Chine, on est passé d'un système impérial à une courte république, puis aux seigneurs de la guerre, le tout ponctué de deux guerres mondiales, une guerre civile extrêmement violente qui se termine avec l'arrivée au pouvoir du Parti communiste chinois. Enfin, la transition économique de 1978 va faire se rapprocher le système de production chinois de plus en plus vers un système capitaliste de marché. Notre démarche part du constat que tout système capitaliste vient avec son lot de crises économiques et financières.

Si on se place dans le temps long, la Chine et le Japon sont des rivaux de longue date. Si on ne remonte qu'au 19^{ème} siècle, on a vu le déclin de l'empire Qing au moment où le Japon montait sur la scène internationale. Un siècle plus tard, on observe une sorte de renversement de cette dynamique. En effet, le Japon tend à s'affaiblir sur la scène internationale depuis la décennie perdue des années 1990, alors même que la Chine prend plus de place sur la scène internationale, dépassant même le Japon en termes de PIB nominal depuis 2009.

Ces deux pays ont en commun d'avoir des *trajectoires de libéralisation* de leur économie, même si leurs trajectoires respectives sont différentes. C'est là tout l'intérêt de cette entreprise, c'est-à-dire de clarifier et de comparer les deux trajectoires distinctes. Pour ce faire, il convient de décrire et d'analyser les deux types de capitalisme qui se sont développés en Chine et au Japon. Ce travail est un travail de recherche documentaire. Nous avons donc observé les évolutions des institutions dans ces deux pays depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale dans le but de comprendre et de comparer les crises financières qui se sont déroulées dans des contextes nationaux différents et qui ont donc

eu des conséquences différentes. Nous cherchons à comprendre comment se sont mises en place les conditions de possibilité à l'avènement de grandes crises.

On observe que l'augmentation des crises dans les années 1980 arrive en même temps qu'une série de chocs de déréglementations des politiques financières. On peut même parler de thérapie de choc quand on pense aux ajustements structurels imposés par le Fonds monétaire international (FMI) dans de nombreux pays. Ces politiques d'ajustements structurels avaient le néolibéralisme comme caractère idéologique. Cette idéologie prône une régulation par les marchés et un État absent de la sphère économique. D'où les politiques de déréglementation qui visent à éloigner l'État des problématiques économiques dans le but de laisser faire les marchés. Ni la Chine ni le Japon ne se sont laissés dicter les prédicats du FMI et pourtant, ces deux pays se sont libéralisés chacun à leur manière et à leur rythme. Et chacun a connu ses crises particulières.

Partant de cette petite mise en contexte, il apparaît pertinent de faire le lien positif entre le degré de déréglementation financière et le niveau d'instabilité dans un pays. Ainsi, notre hypothèse est que plus un pays a tendance à se libéraliser (déréglementer) et plus on observera un haut niveau d'instabilité (crises) sur les marchés financiers et dans l'économie.

Pour faire cette démonstration, il convient avant tout de se donner les bons concepts qui nous permettront de définir ce qu'est un système capitaliste selon ses formes institutionnelles. Cette clarification des concepts se fera dans le premier chapitre qui cherche à expliquer la Théorie de la Régulation (TR) et comment cette école française d'économie politique aborde la problématique des crises. Les chapitres 2 et 3 seront consacrés à la Chine. Dans un premier temps, nous présenterons brièvement les structures du capitalisme chinois et leurs transformations depuis 1949 jusqu'à 2015. Ensuite, dans le chapitre 3, nous analyserons le krach chinois de l'été 2015 qui a eu lieu sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen et montrerons comment l'État est intervenu pour contrer la crise. Les chapitres 4 et 5 seront consacrés au Japon. Comme avec la Chine, nous présenterons d'abord au chapitre 4 les structures du capitalisme japonais et ses évolutions depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Puis nous analyserons la crise des années 1990 au Japon

qui a été structurante pour comprendre les modalités du capitalisme nippon dans *l'entre-deux-crisis* (2002-2007). Tout au long des chapitres sur le Japon, nous tenterons de faire apparaître des comparaisons qui nous paraissent importantes entre les systèmes chinois et japonais.

CHAPITRE I - LA THÉORIE DE LA RÉGULATION

Ce premier chapitre vise à expliquer les fondements de la Théorie de la Régulation (TR). Tout d'abord, nous ferons une courte introduction pour justifier le choix de la théorie de la régulation. Ensuite, nous montrerons comment cette théorie est née, puis nous regarderons dans quelle tradition elle s'inscrit. Nous détaillerons plus amplement par la suite les différents concepts et outils d'analyse que nous offre la TR. Enfin, nous ferons une courte analyse de cas en nous basant sur les États-Unis, car cette théorie est née en grande partie de l'analyse du capitalisme américain post-Seconde guerre mondiale.

1. MISE EN CONTEXTE

En 2002, Robert Boyer écrivait : « Tous institutionnalistes ! » (Boyer, 2002e, p. 126) en faisant référence aux derniers écrits des années 1990 par les économistes néoclassiques qu'on appelle aussi « orthodoxes ». Ces derniers ont commencé à tenir sérieusement compte des institutions pour essayer de comprendre les dynamiques économiques. Ainsi, Boyer explique que la théorie des coûts de transaction (Coase) a regagné en importance, de même pour les théories de la firme (Aoki), l'école des droits de propriété (Eggertsson) ou encore la New political economy. Tant d'écoles et de théories qui ont commencé à chercher dans les institutions politiques ou encore dans le droit des explications aux comportements qu'ils observaient dans les firmes ou entre les firmes. Mais ces dernières ne parlent presque jamais de capitalisme. On peut le comprendre par le fait que leur individualisme méthodologique ne laisse pas tant de place à des approches plus holistes qui tentent de comprendre les grandes institutions structurantes de l'économie d'un pays (Boyer, 2002e, p. 126).

Pour les approches plus holistes, on retrouve le mouvement *varieties of capitalism* (VOC). Il est possible de faire des ponts entre la théorie de la régulation et le VOC. En

revanche, nous avons choisi la TR, car cette théorie cherche à faire des comparaisons internationales entre les différents types de capitalisme dans le monde avec une grille d'analyse très complète que nous développerons dans ce chapitre. Le VOC pose dès le départ qu'il existe des pays qui sont des économies de marché libérales et des pays qui sont des économies coordonnées de marché (Amable, 2005, p. 24). Cette approche est centrée sur la firme et ne tient compte que de l'opposition entre le marché et l'État. C'est-à-dire que c'est soit le marché qui régule l'économie soit l'État. Si un pays oriente massivement son économie à l'aide de l'État, il sera alors considéré comme un pays à économie coordonnée de marché. Au contraire, un pays qui s'en remet au marché pour réguler au mieux l'économie sera considéré comme une économie de marché libérale. Cette distinction est intéressante, mais insuffisante de notre point de vue. Une approche qui se rapproche bien plus de celle de la TR est celle de Bruno Amable qui connaît très bien la TR. Ce dernier a établi une distinction entre cinq capitalismes différents : un capitalisme néolibéral, un capitalisme social-démocrate, un capitalisme continental, un capitalisme méditerranéen et enfin un capitalisme asiatique (Amable, 2005). Cette classification est très pertinente, mais pour ce qui est de faire une comparaison entre les capitalismes chinois et japonais, nous souhaiterions aller plus loin que simplement les caractériser de capitalisme asiatique. C'est le but de notre recherche actuelle, nous voulons faire ressortir les différences majeures qu'il y aurait entre le capitalisme chinois et le capitalisme japonais. Pour cela, nous avons décidé de reprendre les bases des enseignements de la TR pour faire une analyse institutionnaliste de la Chine et du Japon.

2. NAISSANCE D'UNE THÉORIE

2.1 Le début

Afin de bien comprendre dans quelle tradition s'inscrit le présent travail, il est pertinent de rappeler la période dans laquelle la théorie de la régulation est née. Cette école trouve ses racines dans une thèse développée par Michel Aglietta dans les années 1970 et qu'il terminera en 1974. Le livre fondateur de la TR sortira deux ans plus tard et

s'intitulera *Régulation et crises du capitalisme* (1976). Ainsi, la pensée d'Aglietta se développe dans une période où l'on voit clairement la fin des Trente Glorieuses que les régulationnistes ont qualifiée de période fordiste (1950-1970). Il se demande alors quels sont les facteurs qui expliquent que l'on a du mal à retrouver les niveaux de croissance extraordinaires de la période précédente et conclut que pendant les années 1970 le capitalisme américain est entré dans une crise structurelle.

La TR a ainsi passé une grande partie de son programme de recherche à définir ce qu'était la période fordiste et donc à développer les outils conceptuels nécessaires tels que les formes institutionnelles ou le mode de régulation afin d'expliquer l'économie d'une tout autre façon en allant puiser dans la sociologie économique, l'Histoire ou encore les sciences économiques plus hétérodoxes. Par la suite, différents courants se sont développés à l'intérieur de l'école de la régulation afin de définir de nouveaux concepts pouvant expliquer le nouveau régime d'accumulation qui se met en place à la sortie de la crise fordiste.

2.2 Tradition et approche

La TR compte quatre piliers fondateurs (Boyer, 2002b, p. 10). Premier pilier : la TR est une imbrication de plusieurs approches de sciences sociales. En effet, elle s'inspire de Marx, Schumpeter et Keynes pour l'économie politique, des post-keynésiens pour la macroéconomie, de Pierre Bourdieu pour la sociologie et de l'école des Annales pour l'histoire. Il est aussi possible de considérer la TR comme une approche d'économie institutionnelle (Chavance, 2006, p. 83). Second pilier : les théories développées naissent localement. C'est-à-dire qu'il faut bien délimiter le pays étudié ou plutôt la communauté politique d'un territoire donné. Troisième pilier : la TR cherche à historiciser les théories économiques. Cela signifie que la période historique analysée est un facteur primordial dans la définition des différents régimes d'accumulation et modes de régulation. Cela nous permet de parler de différents types de capitalisme pour un même pays en fonction de la période étudiée. Par exemple, on peut parler de capitalisme industriel et de capitalisme

financier pour les États-Unis, mais selon la période, l'un de ces capitalismes a tendance à être dominant sur l'autre. Nous y reviendrons dans ce chapitre. Quatrième pilier : la TR a pour ambition d'expliquer avec le même ensemble d'hypothèses les différentes formes que peut prendre un mode de production capitaliste. Ce dernier pilier fait écho à notre tentative d'analyser les capitalismes chinois et japonais dans ce travail.

Au départ, la TR avait pour ambition de mettre en place une macroéconomie institutionnelle, une sorte de théorie générale des institutions qu'ils ne sont jamais parvenus à atteindre et pour cause, cela paraît impossible à faire compte tenu de leurs hypothèses fondatrices et notamment l'idée que les théories naissent localement.

L'approche retenue par les régulationnistes est originale, car elle est hol-individualiste (Boyer, 2002b, p. 8). Cela apparaît comme un bon compromis entre un individualisme méthodologique prônant le libre arbitre d'un *homo œconomicus* appliqué par les économistes néoclassiques et un structuralisme althusserien étouffant et mécanisant l'individu avec une définition transhistorique du capitalisme. En effet, l'approche hol-individualiste tient compte du fait que les individus sont contraints par des institutions, mais aussi que les institutions peuvent être modifiées à long terme par les individus. À partir de cette approche, on observe que les analyses régulationnistes sont faites majoritairement à l'échelle macroéconomique et mésoéconomique sans toutefois négliger l'importance de certains individus quand ceux-ci ont le pouvoir de modifier le comportement d'autres acteurs. Par exemple, des chefs d'État, des Premiers ministres et ministres ou encore des conseillers proches des institutions de pouvoir.

3. LES FORMES INSTITUTIONNELLES

3.1 Définition d'une institution

Il existe de nombreuses définitions pour le terme « institution » selon les différentes écoles. Nous en retiendrons une définition plutôt étendue en combinant la

définition de Commons¹ et une approche plus informelle. Commons part de la notion de *going concern* et écrit : « Ce sont ces organisations actives, ainsi que les règles d'action qui les maintiennent actives, que nous nommons Institutions : depuis la famille, l'entreprise, le syndicat, l'association professionnelle, jusqu'à l'État lui-même » (Chavance, 2006, p. 35). On trouve donc ici une approche plutôt formelle de l'institution que l'on peut compléter avec une vision plus élargie qui verrait dans une poignée de main ou un feu rouge autant d'institutions socialement reconnues par une communauté politique donnée. Bernard Chavance résume ainsi la définition d'institution articulée à l'action collective : « L'action collective comprend deux formes : la coutume, où elle est inorganisée, et l'organisation active, où elle est organisée. La définition classique de l'institution par Commons est, sous sa forme résumée, « l'action collective qui contrôle l'action individuelle ». Mais sa forme complète est « l'action collective qui restreint, libère et étend l'action individuelle » (Chavance, 2006, p. 35).

On s'intéresse aux institutions, car elles ont ce pouvoir d'influencer les comportements individuels suite à l'intériorisation plus ou moins consciente des « règles du jeu ». À partir des contraintes institutionnelles, les individus vont tenter de dégager différentes stratégies d'action en fonction de leurs objectifs respectifs.

Bruno Amable soutient qu'une institution est le résultat ou « l'expression d'un compromis politique » (Amable, 2005, p. 18). Il ajoute : « À la suite de Knight, j'avance [...] que les institutions reflètent le conflit portant sur la distribution et que les interactions individuelles elles-mêmes conduisent à des équilibres institutionnels reflétant les asymétries de pouvoir et les conflits d'intérêts. [...] Les institutions émergeront comme la conséquence du comportement stratégique des agents dans un contexte d'asymétrie de pouvoir » (Amable, 2005, p. 19). Déjà avec Commons, on a une dimension politique, car il parle d'organisation, mais avec Amable on retrouve toute la dimension politique intrinsèque à la formation de toute institution.

¹ John R. Commons (1862-1945) est un économiste américain considéré comme l'un des fondateurs du courant institutionnaliste américain.

3.2 Formes institutionnelles régulationnistes

Dans la TR, on retrouve cinq formes institutionnelles de base « qu'il faut comprendre comme des ensembles interdépendants, forgés dans le cadre national, mais parfois sous influence étrangère, à la suite de conflits et de compromis sociaux dépendants de l'histoire politique du pays » (Chavance, 2006, p. 84).

3.2.1 La Monnaie

La première forme institutionnelle est la monnaie. Celle-ci est extrêmement importante, car elle a un rôle d'équivalent général et peut donc connecter les unités économiques entre elles (Boyer & Saillard, 2002b, p. 61). Pour la décrire, on regarde ses formes, ses modalités d'émission, sa dynamique de circulation ou encore les fondements de sa valeur. De plus, le rôle politique attribué à la monnaie est très important compte tenu du concentré de violence (Aglietta & Orléan, 2002) que celle-ci incarne tant dans les rapports politiques qu'économiques. De Marx, la TR a retenu que la monnaie est un élément structurant du rapport marchand et du rapport salarial. On se doit donc de l'analyser tant dans sa dimension économique, que politique ou sociale. Pour la dimension sociale, que nous n'analyserons pas dans ce travail, on renvoie le lecteur aux analyses d'André Orléan et de Michel Aglietta qui ont mis en place une théorie de la valeur originale qu'on retrouve dans *La Violence de la monnaie* (Aglietta & Orléan, 1982) ou encore dans *L'empire de la valeur* (Orléan, 2011). La monnaie est l'institution totalisante des rapports économiques dans une société capitaliste en cela qu'elle définit la valeur de toute chose, car elle a le rôle d'équivalent général. Ainsi, la monnaie n'est pas comprise ici uniquement d'un point de vue purement fonctionnaliste, comme on peut le retrouver chez les néoclassiques. Ces derniers définissent la monnaie par ses fonctions : la fonction d'unité de compte, d'intermédiaire des échanges et de réserve de valeur. Ruffini reprenant Dupriez écrit : « La monnaie [...] se reconnaît aux fonctions qu'elle exerce au sein de l'économie, c'est-à-dire à ses rapports avec les sujets économiques » (Ruffini, 1996, p. 17).

Le secteur financier est très représentatif de la forme institutionnelle « monnaie », dans le sens où la finance a pour objectif initial d'allouer le capital dans les projets les plus rentables. On fera une distinction entre les pays où les acteurs économiques se financent majoritairement sur les marchés financiers et les pays où ils se financent par l'intermédiaire des banques. André Orléan dans *Le pouvoir de la finance* (1999) nous livre des clés de compréhension du secteur financier et notamment de la bourse d'un point de vue sociologique. Il construit toute son analyse de la finance autour du concept de *liquidité* (Orléan, 1999, p. 12). Selon lui, les marchés financiers ont été créés pour répondre à une exigence particulière qui est de rendre les dettes négociables. De plus, « la force de cette approche est de concevoir la finance de marché comme étant, dès l'origine, une transgression : il s'agit de transformer une grandeur immobilisée, le capital productif, en un actif librement négociable » (Orléan, 1999, p. 12). Ensuite, l'équilibre entre l'offre et la demande va déterminer le prix des actifs. Dans l'activité de financement, il convient de faire la distinction entre l'attitude fondamentaliste qui tient compte du lien entre l'économie réelle et la finance, et l'attitude spéculative qui ne se concentre que sur les marchés financiers eux-mêmes sans regarder les impacts sur l'économie réelle (Orléan, 1999, p. 27). Le spéculateur va jouer sur les marchés secondaires (les bourses) qui ne sont là finalement que pour fournir de la liquidité aux investisseurs sans avoir à tenir compte des actifs achetés, donc des entreprises qu'ils possèdent. Autrement dit, les spéculateurs ne s'intéressent qu'à la rentabilité d'un titre et non pas à l'activité de la compagnie qui a émis ce titre. Le seul moment où des marchés financiers financent réellement l'économie réelle se situe dans le marché primaire, c'est-à-dire lors de la première émission d'actions ou d'obligations faite par une entreprise. Le marché secondaire ne permet que de rendre négociables les dettes.

Au-delà des fonctions de la monnaie, la TR cherche à articuler la forme institutionnelle « monnaie » avec les autres formes institutionnelles afin de comprendre comment une économie donnée se finance sans faire fi des rapports de pouvoir entre les différentes institutions émettrices de monnaie et les régulateurs.

La monnaie nous intéresse particulièrement dans ce travail, car nous mettons l'accent sur les systèmes bancaires et financiers de la Chine et du Japon pour expliquer les crises financières qui se sont déroulées dans ces deux pays en 2015 et dans la décennie 1990 respectivement. Ainsi, nous exprimerons principalement les évolutions de cette forme institutionnelle par les politiques monétaires des banques centrales et l'observation des différentes institutions de régulation.

3.2.2 Le Rapport salarial

La seconde forme institutionnelle est le rapport salarial. C'est un concept clé de la TR et provient directement du rapport capital/travail développé par Marx. Boyer explique que le rapport salarial : « désigne le processus de socialisation de l'activité de production sous le capitalisme, à savoir le salariat. Une forme du rapport salarial se définit par l'ensemble des conditions juridiques et institutionnelles qui régissent l'usage du travail salarié comme le mode d'existence des travailleurs. » (Boyer, 2002f, p. 107). Plus concrètement, à chaque période historique, il s'agit d'analyser les composantes suivantes du rapport salarial : le revenu salarial direct ; la forme de la division sociale et technique du travail ; les modalités de mobilisation et d'attachement des salariés à l'entreprise ; la formation du salaire indirect ; et enfin, le mode de vie salarié qui est le mode de consommation (Leroy, 2002, p. 116). Pour la TR, le rapport salarial est une forme majeure de l'explication des changements des modes de production capitaliste, car il est le cœur de ce que précisément est le capitalisme, à savoir un rapport social de domination (Lordon, 2010a, p. 30) entre les détenteurs des moyens de production et les travailleurs qui n'ont que leur force de travail pour accéder à un salaire nécessaire à leur reproduction.

3.2.3 La Concurrence

La troisième forme institutionnelle est celle de la concurrence. Cette dernière « décrit les modalités de mise en rapport des foyers d'accumulation » (Hollard, 2002, p.

162). Hollard associe trois dimensions principales à la concurrence : « les rapports de concurrence et de coopération entre entreprises, l'objet de la concurrence et la dimension géographique de la concurrence » (Hollard, 2002, p. 166). À travers l'histoire, les régulationnistes ont relevé des régimes d'accumulation où la concurrence était forte et d'autres où la forme de la concurrence était plutôt oligopolistique. Nous détaillerons davantage dans l'étude de cas sur les États-Unis dans ce chapitre.

Les trois formes institutionnelles précédentes, à savoir la monnaie, le rapport salarial et la concurrence, sont toutes les trois constitutives du *régime d'accumulation* que nous définirons plus loin.

3.2.4 Le Régime international

La quatrième forme institutionnelle est le régime international ou l'ouverture sur le monde. Jean-François Vidal résume les trois approches principales que l'on retrouve au sein de la TR (Vidal, 2002, pp. 171-173). On a d'abord l'école grenobloise de la régulation qui postule que « l'entité fondamentale n'est pas l'État-nation, mais le système productif » (Vidal, 2002, p. 171). Il cherche donc à comprendre les processus de production à l'échelle mondiale et donc à déterminer les chaînes de production internationales. De ce point de vue, les « mécanismes de régionalisation l'emportent à la fois sur les dynamiques nationales et sur les dynamiques mondiales » (Vidal, 2002, p. 171).

La seconde approche est celle de l'école parisienne de la régulation et cherche à analyser les régimes monétaires internationaux. À la différence de l'école grenobloise, on retrouve ici une analyse « centrée sur les États-nations et les relations de concurrence entre pays industrialisés » (Vidal, 2002, p. 172), ce qui se rapproche de la plupart des analyses régulationnistes. Pour l'école parisienne, « les principales formes de la régulation internationale sont les réseaux commerciaux et financiers, les firmes multinationales, le Système monétaire international et les accords commerciaux » (Vidal, 2002, p. 172).

Enfin, la dernière approche retenue par Vidal est l'école américaine des régimes internationaux représentée principalement par les écrits de Krasner (1983). Ce dernier analyse « l'évolution des institutions économiques internationales » (Vidal, 2002, p. 172). Pour cette école, « un régime international est un ensemble de principes, de normes, de règles et de procédures de décision qui assurent la stabilité et la cohérence des comportements des différents acteurs de la vie internationale, et qui se mettent en place pour éviter des conflits coûteux » (Vidal, 2002, p. 172).

Pour notre travail, nous retiendrons surtout l'approche de l'école parisienne de la régulation qui fait une analyse centrée sur les États-nations. Le degré d'ouverture sur le monde d'un pays donné va influencer ses politiques économiques, financière, bancaire, monétaire, etc. Cela nous intéressera particulièrement avec le Japon et son degré d'ouverture sur le monde, car selon les analyses, l'accent est mis sur les pressions américaines qui ont forcé le Japon à s'ouvrir et d'autres analyses qui cherchent à montrer que les hommes de pouvoirs japonais ont ouvert le pays pour répondre à leurs intérêts bien compris (Lechevalier, 2011c, p. 299). La réalité se situe sûrement quelque part entre ces deux affirmations.

3.2.5 L'État

La cinquième forme institutionnelle est l'État. Cette forme est très particulière, car c'est à la fois une forme institutionnelle et la seule forme institutionnelle qui a un pouvoir de transformation sur les autres formes institutionnelles. L'État peut être compris comme un encadrement des rapports de violence politique aboutissant à l'émergence de compromis institutionnalisés (CI). De nombreuses contributions dans tous les domaines des sciences sociales ont cherché à définir et à clarifier le concept d'État. D'un point de vue sociologique, nous définirons simplement l'État à partir de ses fonctions (Bourdieu, 2012, p. 75), car c'est ce qui nous intéressera le plus dans notre analyse des capitalismes chinois et japonais. Pour ne pas rentrer dans les débats sur les différentes théories de la

genèse de l'État, nous retiendrons, à la suite de Norbert Elias, que l'État a « un double monopole : celui de la violence et celui de l'impôt » (Bourdieu, 2012, p. 219). De plus, pour revenir à une perspective en termes de TR, on peut attribuer quatre places à l'État selon Delorme (2002, p. 184) : l'État comme principe sociétal qui marque la différence qui s'est construite historiquement avec la société civile ; l'État comme règle du jeu, c'est le niveau des cinq formes institutionnelles ; le déroulement du jeu, ce sont les formes d'action et d'interaction dont les marchés, les associations ou encore les réseaux divers en sont la substance ; enfin l'État est un acteur. Il peut intervenir sur les marchés domestiques et extérieurs et est un acteur du système international.

Dans ce travail, l'État agit à la fois comme un régulateur des marchés financiers et comme un acteur, il a le pouvoir d'agir sur les autres formes institutionnelles pour les modifier à l'instar du rapport salarial, qu'il peut faire pencher du côté des travailleurs ou bien du côté des capitalistes. Notre analyse des crises financières au Japon et en Chine fait intervenir l'État comme une forme institutionnelle clé, car c'est le seul qui a le pouvoir de déréglementation des marchés financiers, donc de la forme institutionnelle « monnaie ». De plus, nous observerons et analyserons les interventions de l'État en période de crise, ce qui aide à comprendre les différents mécanismes de résolution de crise.

3.2.6 Le Régime de politique économique

Traditionnellement, la TR compte les cinq formes institutionnelles que nous venons brièvement de voir. Il nous paraît pertinent d'ajouter une forme proposée par Frédéric Lordon, cette forme est le *régime de politique économique* (Lordon, 2002, p. 198). Normalement, la TR ne nous donne pas les outils pour proposer des politiques économiques, car les régulationnistes affirment que la politique économique est comme une émanation épiphénoménale contrainte par les formes institutionnelles classiques. C'est la version structuraliste de la TR. Cette forme devient plus pertinente lorsqu'on divise l'histoire économique en deux temps : une phase d'économie « en régime » dans laquelle on peut établir les formes institutionnelles à travers l'observation de macro-régularités ;

et des épisodes de grandes crises (Lordon, 2002, p. 199). Ainsi, la politique économique peut prendre deux formes : il y a la politique économique en régime et la politique économique de transition de régime (Lordon, 2002, p. 200). Cette dernière vient réaffirmer la supériorité de la forme État sur les autres formes institutionnelles. Dans ce travail, nous ferons précisément la distinction entre les phases en régime qui conditionnent les crises et les périodes de crises structurelles qui font place à des politiques économiques originales conditionnées par d'autres facteurs que les formes institutionnelles classiques.

3.3 Complémentarité institutionnelle

La notion de complémentarité institutionnelle est indispensable à la compréhension de la TR. Amable l'a définie ainsi : « L'analyse institutionnelle comparative ne prend pas en compte les institutions une par une, mais dans leur ensemble, en tant que structure institutionnelle » (Amable, 2005, p. 76). Autrement dit, « une société n'est pas simplement une collection de formes institutionnelles, mais une combinaison particulière de ces formes. Les influences des institutions sur l'économie ne doivent donc pas être considérées indépendamment les unes des autres » (Amable, 2005, p. 77). Petit explique que « la notion de complémentarité entend souligner que la coexistence de deux institutions améliore leur impact réciproque » (Petit, 2005, p. 31). Boyer ajoute qu'« une complémentarité institutionnelle régit la compatibilité et ce renforcement mutuel de deux formes institutionnelles et explique la fréquence de leur co-occurrence lors de comparaisons internationales » (Boyer, 2002d, p. 537). Par exemple, Boyer parle de compatibilité structurelle entre le rapport salarial, le régime monétaire et le régime de concurrence. Il dit que « si la contrainte monétaire est dure, par exemple sous l'« étalon-or », alors il faut que le rapport salarial soit flexible. Lorsque, *a contrario*, des mouvements politiques imposent une codification du salaire direct comme indirect, il faut qu'un régime monétaire accommodant et une concurrence oligopolistique valident ce compromis capital-travail » (Boyer, 2002f, p. 107). On ne peut que difficilement prévoir quelles seront

les bonnes configurations institutionnelles qui donneront les meilleurs résultats économiques. Amable conclut que « différentes combinaisons d'institutions peuvent délivrer des performances économiques similaires » (Amable, 2005, p. 80). Il existe donc de nombreuses configurations institutionnelles et il est possible de trouver des complémentarités institutionnelles originales selon les pays et les époques. Dans les prochains chapitres, nous mettrons en avant les complémentarités pertinentes dans l'analyse des capitalismes chinois et japonais.

3.4 Hiérarchie institutionnelle

Afin de compléter la notion de complémentarité institutionnelle, les régulationnistes ont développé l'idée de la hiérarchie institutionnelle. Voici la définition qu'en donne Robert Boyer : « Une hiérarchie institutionnelle pousse plus avant l'idée de complémentarité en l'attribuant à la domination d'une forme institutionnelle sur une autre, du fait de la nature des coalitions politiques qui sont au cœur des compromis institutionnalisés, fondateurs de chaque régime » (Boyer, 2002d, p. 537). Dit autrement, « la conception d'une forme institutionnelle tient compte des contraintes et des incitations associées à une autre forme. C'est ainsi une extension de la notion de complémentarité ; une institution impose d'une façon ou d'une autre les conditions selon lesquelles des institutions complémentaires vont venir la rejoindre au sein d'une certaine structure institutionnelle. [...] le domaine institutionnel X serait hiérarchiquement supérieur au domaine institutionnel Y si le choix institutionnel dans ce dernier domaine était une conséquence du choix institutionnel fait dans le premier » (Amable, 2005, p. 93).

Par exemple, dans la période fordiste, le rapport salarial était au-dessus de toutes les autres formes institutionnelles. Cela s'est traduit par de meilleures conditions de travail, des augmentations de salaire direct et indirect, etc. En revanche, suite à la crise structurelle des années 1970 aux États-Unis, la monnaie est devenue dominante, d'où l'appellation par Boyer d'un régime d'accumulation tiré par la finance (Boyer, 2009). Ces changements dans la hiérarchie institutionnelle s'opèrent généralement lentement et

sont l'objet d'une crise du régime d'accumulation précédent. Nous l'observerons avec la Chine par exemple, car on se questionne actuellement sur la possibilité d'entrer dans une nouvelle ère du capitalisme chinois qui placerait le rapport salarial au-dessus des autres formes institutionnelles. Nous y reviendrons au prochain chapitre.

4. RÉGIME D'ACCUMULATION, MODE DE RÉGULATION ET CRISES

4.1 Le régime d'accumulation

Comme nous l'avons écrit plus haut, le régime d'accumulation est conditionné par les formes institutionnelles suivantes : la monnaie, le rapport salarial et la concurrence. Boyer nous en donne la définition suivante : c'est « l'ensemble des régularités assurant une progression générale et relativement cohérente de l'accumulation du capital, c'est-à-dire permettant de résorber ou d'étaler dans le temps les distorsions et déséquilibres qui naissent en permanence du processus lui-même » (Boyer & Saillard, 2002a, p. 567). Pour ne pas trop rentrer dans les détails, on peut dire que parmi ces régularités, les régulationnistes relèvent les suivantes : le rapport des salariés avec les moyens de production, les principes de gestion ou encore un partage de la valeur qui permet la reproduction de divers groupes sociaux. Pour simplifier, le régime d'accumulation nous permet de distinguer en fonction du lieu et du temps de quel type de capitalisme on parle. Ainsi, « le régime d'accumulation apparaît comme un schéma ou un modèle de croissance d'une économie nationale à une certaine époque » (Juillard, 2002, p. 225). De plus, « au cœur de la notion de régime d'accumulation se trouve la relation entre progrès technique et distribution des revenus » (Juillard, 2002, p. 225). On regarde donc la dynamique de l'accumulation, qui « est largement déterminée par la manière dont le produit supplémentaire est réparti entre travail et capital » (Juillard, 2002, p. 226). On cherche aussi à savoir si un régime d'accumulation est intensif ou extensif. Dans le premier cas, on observe des gains de productivité importants tandis que dans le second on imagine un étalement dans l'espace et la conquête de nouveaux marchés.

4.2 Le mode de régulation

Quant au mode de régulation, celui-ci est défini par les formes institutionnelles qui s'emboitent et expliquent l'apparition de régularités en période de régime. Boyer nous donne la définition suivante du mode de régulation : « Tout ensemble de procédures et de comportements individuels et collectifs, qui a la propriété de : reproduire les rapports sociaux fondamentaux du mode de production à travers la conjonction de formes institutionnelles historiquement déterminées ; soutenir et « piloter » le régime d'accumulation en vigueur ; assurer la compatibilité dynamique d'un ensemble de décisions décentralisées, sans que soit nécessaire l'intériorisation par les acteurs économiques des principes de l'ajustement de l'ensemble du système » (Boyer & Saillard, 2002a, p. 565). Le mode de régulation est une sorte d'équilibre général, mais instable, entre différentes institutions sur une période donnée où on a le temps d'observer des régularités. Parce que les institutions sont changeantes, le mode de régulation s'en trouvera transformé à chaque crise du mode de régulation.

4.3 Les crises

Pour la TR il y aura toujours des crises qui sont les expressions des contradictions intrinsèques à tous les systèmes capitalistes. La TR distingue cinq types de crises différents. Les crises sont classées des moins graves au plus graves : la crise comme perturbation externe ; la crise endogène ou cyclique, expression du mode de régulation ; la crise du mode de régulation ; la crise du régime d'accumulation ; la crise du mode de production (Boyer, 2002d, p. 559). Lorsque nous parlons de la crise structurelle des années 1970, nous faisons référence à une « grande crise », soit une crise du régime d'accumulation qui entrainera une transition d'un régime d'accumulation vers un autre. Boyer explique à quel moment on est dans une telle phase : « la répétition des ajustements impliqués par le mode de régulation tend à détruire, déstabiliser ou contourner les formes institutionnelles qui en sont la base. Les régularités antérieures en sont affectées, de sorte qu'une crise

structurelle se mesure à l'aune de l'incertitude radicale qu'elle crée par rapport aux anticipations des mieux informés des agents économiques » (Boyer, 2002a, p. 23). Pour simplifier, on distingue les grandes crises des petites crises. Les premières vont modifier directement le mode de régulation, le régime d'accumulation, voire même le mode de production. Tandis que les petites crises n'auront pas d'impacts majeurs sur les arrangements institutionnels, mais peuvent quand même créer des dommages économiques et sociaux conséquents. Alors que les grandes crises nous plongent dans l'inconnu d'une transition entre deux phases différentes de capitalisme, les petites crises sont des réajustements des trajectoires d'accumulation qui ne remettent pas en question le mode de régulation dans son ensemble.

5. PREMIÈRES APPLICATIONS DE LA TR

5.1 Période fordiste aux États-Unis

Le terme « fordiste » provient d'une intuition de Gramsci dans le but de décrire la situation particulière du prolétariat américain (Juillard, 2002, p. 228). Cette période est en réalité celle qui fait le plus consensus à l'intérieur de l'école de la régulation. On peut la décrire parfaitement bien à partir des cinq formes institutionnelles classiques.

Tous d'abord, d'un point de vue de la hiérarchie des formes institutionnelles, la période fordiste est clairement caractérisée par un régime d'accumulation plaçant le rapport salarial comme forme institutionnelle au-dessus des autres. On parle en effet de rapport salarial fordiste dans lequel on observe un mouvement de salarisation important, un approfondissement de la division du travail ou encore de nombreux changements techniques (Boyer, 2002f, p. 109). Il y a aussi un relatif pouvoir des syndicats qui vient peser sur la détermination de la répartition des gains de productivité, ce qui va entraîner une croissance du salaire nominal (Leroy, 2002, p. 119). Ces salaires en hausse vont venir alimenter la demande globale, c'est pour cela qu'on parle d'une production de masse associée à une consommation de masse. En parallèle, on a une institutionnalisation du salaire indirect qu'on peut interpréter comme une extension de l'État-providence.

Finalement, le salariat est devenu une force politique essentielle de la période et a su trouver gain de cause à bien des égards.

En ce qui concerne le régime monétaire, les accords de Bretton Woods de 1944 ont fait du dollar la monnaie internationale qui permettait d'acheter de l'or à taux fixe pour 35\$. Le reste des monnaies dans le monde s'ajustaient sur le dollar. On est alors dans un monde où la libre circulation des capitaux est limitée et où les investissements directs à l'étranger (IDE) sont totalement contrôlés par les États. Il en va de même de la finance qui est alors très contrôlée. De plus, le régime monétaire était fondé sur le crédit, mais celui-ci était bien mieux régulé.

Dans la période fordiste, on parle de concurrence oligopolistique. Les grands oligopoles ont investi dans la recherche, ce qui a permis des gains de productivité importants. Ces gains de productivité se sont accompagnés d'augmentation de salaire en conséquence. On a ici un exemple concret de complémentarité institutionnelle entre la forme de la concurrence et le rapport salarial.

En ce qui concerne la forme de l'État, les régulationnistes parlent « d'État inséré » (André, 2002, p. 148) pour tenir compte du fait que l'État joue un rôle important dans l'économie et les décisions stratégiques liées à l'économie. De plus, l'État va développer des programmes de protections sociales dans les années soixante et donc assurer l'extension des salaires indirects.

Enfin, le système international était relativement cloisonné dans la période fordiste comme expliqué plus haut au sujet des IDE et de la liberté de mouvement des capitaux (Boyer, 2002d, p. 537).

Pour résumer, le régime d'accumulation fordiste est intensif. Cela s'exprime par le fait que l'organisation du travail pousse à une parcellisation des tâches, une mécanisation et la séparation entre la conception et l'exécution (Boyer, 2002c, p. 370). Il y a une recherche et une croissance continue de la productivité. Il y a une garantie de partage des gains pour les salariés autrement que par la pénurie de main-d'œuvre. Enfin, l'accumulation est auto centrée et gouvernée par la consommation interne.

Pour situer la période fordiste dans le temps long, il faut comprendre que cette période est exceptionnelle dans l'histoire du capitalisme dans les pays occidentaux. En effet, les taux de croissance de l'ordre de 4 à 5% en moyenne dans les pays de l'OCDE n'étaient jamais arrivés et ne seront sûrement jamais retrouvés à l'avenir (Piketty annonce une croissance de 1% au niveau mondial au 21ème siècle) (Piketty, 2013).

Présentée ainsi, la période fordiste donne l'impression d'être une période statique, mais ce n'est qu'une impression. En effet, il est intéressant d'introduire le concept d'endométabolisme. Lordon en donne la définition suivante : « l'endométabolisme est le processus par lequel le fonctionnement de la structure altère la structure. Le simple fait qu'une structure soit, que son existence « se déroule », peut être motif suffisant à son altération (Lordon, 1993, p. 504) » (Boyer & Saillard, 2002a, p. 561). C'est pourquoi on associe l'année 1967 avec la fin de la période fordiste aux États-Unis, car c'est l'année où ils ont connu une baisse de la croissance de la productivité. Cette baisse s'explique par l'évolution lente des gains de productivité qui finit par atteindre une limite où il devient difficile de faire plus de gains. Ainsi, l'endométabolisme s'applique au rapport salarial dans notre exemple. C'est donc le début d'une longue transformation dans les années 1970 que les régulationnistes qualifieront de crise structurelle.

5.2 Crise structurelle des années 1970

L'apport original de la TR est d'avoir interprété la stagflation des années 1970 comme une crise structurelle du mode de régulation fordiste (Guttman, 2002, p. 89). En effet, on peut dire *ex post* que cette période était bien un changement institutionnel radical.

La baisse de la croissance de la productivité qui s'ouvre aux États-Unis en 1967 a entraîné une quasi-stagnation du salaire réel qui a fait chuter la consommation. Il y a donc eu un recours massif au crédit et une augmentation des heures de travail. Il y a aussi eu une augmentation du chômage qui a pesé à la baisse sur les salaires et « a permis une progressive réinsertion de principes concurrentiels sur les "marchés du travail" »

(Billaudot, 2002, p. 212). La chute de la demande à son tour fait baisser la production et les profits des entreprises. On a là une transformation importante du rapport salarial et un renversement dans la hiérarchie des formes institutionnelles.

De plus, le régime monétaire va se transformer radicalement. En effet, en 1971, Nixon annonce la fin de la parité or-dollar et annonce un système de change flottant qui sera opérationnel en 1973. Ce système ouvre la voie vers encore plus de spéculation. Guttman explique que la TR a analysé la tendance vers l'activité spéculative « comme une expression de la crise structurelle propre à un régime de monnaie de crédit » (Guttman, 2002, p. 89). Il ajoute que la stagflation a induit les « contradictions entre la finance et l'industrie² » (Guttman, 2002, p. 90) qui à leur tour ont détruit les bases institutionnelles du régime de l'après-guerre. Il va y avoir une combinaison entre des taux de change volatiles et des taux d'intérêt élevés qui vont donner naissance à un nouveau mode de régulation.

Juillard explique bien qu'après le fordisme, on se retrouve dans un régime d'accumulation extensive qui se manifeste par les facteurs suivants : la mise au travail des femmes qui n'avaient pas le choix compte tenu de la baisse des salaires ; l'augmentation des heures de travail ; et la conquête de marchés internationaux accompagnés par la globalisation de la finance. Avec la mise au travail des femmes on peut donc dire que les revenus des ménages ont relativement augmenté, ce qui a permis de maintenir une consommation de masse, mais avec une polarisation des salaires (Juillard, 2002, p. 231). Enfin, il ne faut pas oublier que les ménages se sont endettés de plus en plus pour soutenir cette consommation.

Pascal Petit voit dans la crise structurelle des années 1970 trois mutations majeures (Petit, 2002, p. 250) : 1) l'internationalisation des économies, non seulement l'importance donnée aux marchés de capitaux mondiaux, mais aussi les rendements

² La stagflation est un mélange d'inflation et de stagnation économique, c'est-à-dire qu'il n'y a pas de croissance et il y a même une hausse du chômage. La contradiction entre la finance et l'industrie peut être expliquée par le fait que la stagflation a poussé les activités de spéculation à la hausse, et que « la spéculation déplaça l'investissement à long terme » (Guttman, 2002, p. 89).

d'échelle sont mis en œuvre au niveau mondial. 2) La tertiarisation des activités qui est accentuée par les délocalisations, la désindustrialisation et le développement des services aux ménages. 3) La mutation du système technique qui se manifeste dans les nouvelles technologies de l'information.

Tous ces changements sont l'expression d'une crise structurelle qui a très bien été analysée par la théorie de la régulation.

5.3 Régime de basse pression salariale

Comme nous l'avons évoqué plus haut, la crise structurelle des années 1970 ouvre la voie vers une modification de la hiérarchie institutionnelle. Ainsi, ce sera la forme monnaie et donc la finance qui sera placée au top de cette hiérarchie. En ce qui concerne la forme monnaie, elle s'inscrit dans un système monétaire international qui reconnaît une très grande liberté de circulation des capitaux et le flottement des taux de change entre les monnaies les unes par rapport aux autres. Là où le fordisme était une économie basée sur le crédit, la nouvelle période qui s'ouvre à nous dans les années 1980 va inciter les entreprises et les États à emprunter sur les marchés financiers et donc à avoir moins recours aux banques de façon traditionnelle. Boyer écrit à ce sujet qu'« il faut souligner combien, a priori, ce régime économique est paradoxal : alors que dans le fordisme c'est la logique de la création de valeur ajoutée qui domine, dans le modèle financiarisé c'est l'anticipation de la richesse future, telle que mesurée par la bourse, qui déclenche le processus de production. Les anticipations et la confiance en la finance sont donc déterminantes quant à la possibilité d'un tel régime » (Boyer, 2009, p. 4).

En ce qui concerne le rapport salarial, Diop explique que « les États-Unis ont, avec la politique Reagan / Volker, minimisé le rôle de l'État à sa part la plus congrue et voté des lois dont il est permis de penser qu'elles avaient pour ambition de pérenniser un nouveau modèle à deux piliers : valeur actionnariale et déflation salariale » (Diop, 2009, p. 9). À cela, il faut ajouter que la recherche de flexibilisation du travail va être dans tous les discours des dirigeants d'entreprise et des financiers, ce qui va accentuer la déflation

salariale. Ainsi, la répartition des profits va se faire de plus en plus dans une logique de hausse de la valeur actionnariale et donc des profits des entreprises au détriment des salaires des travailleurs.

Du point de vue de la forme de la concurrence, on est dans un système où les entreprises vont chercher à lever des fonds sur les marchés financiers. Cela va avoir un effet direct sur les règles de gestion et faire que les managers ne sont plus tout puissants, mais au contraire doivent se plier aux exigences de rendement de la sphère financière. Cela peut conduire à des aberrations qui ont conduit certains chercheurs à se demander si le capitalisme financier pouvait détruire le capitalisme industriel. Tout cela rejoint l'idée que la valeur actionnariale prime sur tout autre facteur.

La forme de l'État sera modifiée comme on l'a dit plus haut, car Reagan cherche à réduire l'État au minimum comme le préconise la pensée monétariste de Milton Friedman. L'idéologie derrière cela est d'avancer que les marchés sont autorégulés et que toute intervention de l'État ne peut que nuire au bon fonctionnement des marchés. Nous sommes ici dans un débat en économie politique qui va de Thomas Hobbes (1588-1679) à Adam Smith (1723-1790) et qui a traditionnellement opposé les tenants du libéralisme économique qui considèrent qu'on doit réguler l'économie en passant par le marché et ceux qui disent qu'un État est indispensable à la régulation tant politique qu'économique dans une société donnée (Boyer, 2000, p. 10).

Enfin, l'influence du régime international sur les économies nationales est devenue de plus en plus prédominante. En effet, avec les déréglementations financières et la liberté des mouvements de capitaux, les États sont de plus en plus contraints d'adopter des lois qui vont dans le sens des actionnaires et du capital transnational. C'est-à-dire qu'ils vont faire en sorte de rendre leur pays plus compétitif et cela se traduit par un nivellement à la baisse des droits sociaux, des salaires directs, de la baisse des barrières douanières, etc. Ces différentes dynamiques justifient que l'on parle d'un « capitalisme de basse pression salariale » (Lordon, 2009, p. 30).

5.4 Financiarisation de l'économie étatsunienne

Le but de cette partie et de la suivante est de montrer la méthode d'analyse que l'on suivra dans l'étude des capitalismes chinois et japonais en se basant sur les États-Unis comme étude de cas. Ainsi, le but est de montrer brièvement les différentes lois qui sont passées dans le secteur financier et qui ont eu pour objectif de déréglementer ce secteur. La conséquence de ces déréglementations est précisément l'apparition de crises financières. On retrouvera des similitudes quand on observera les déréglementations en Chine et au Japon.

L'article de Diop est très éclairant sur la financiarisation de l'économie américaine, car il rappelle les différentes étapes clés de la déréglementation financière qui a eu un lien direct avec l'établissement des conditions nécessaires à l'éclatement de la crise des *subprime*.

L'Accord de 1951 entre la Réserve fédérale (Fed) et le département du Trésor rend à la banque centrale américaine (Fed) son indépendance. La Fed aura ainsi pour mission la stabilité des prix comme toutes les banques centrales indépendantes. Par la suite, en 1977, sous Ford, le *Community Reinvestment Act* donne la possibilité aux banques de faire des prêts à des agents « pas très solvables » (Diop, 2009, p. 8). De plus, Chavagneux ajoute que : « Les années 1970 verront se développer à nouveau les produits dérivés censés protéger contre les variations de change » (Chavagneux, 2011, p. 116). Ensuite, en 1980, les États-Unis adoptent le *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (DIDMCA) qui a rendu possible d'exiger des emprunteurs des taux d'intérêt élevés. C'est une vision très monétariste de l'économie que d'imposer de hauts taux d'intérêt afin de limiter l'inflation. En 1982, l'*Alternative Mortgage Transaction Parity Act* (AMTPA) permet à son tour aux banques de pratiquer des taux d'intérêt variables et des paiements sous

forme de « ballon³ ». La *Tax Reform Act* (TRA) de 1986 a interdit les déductions d'intérêt sur les prêts à la consommation alors qu'elle les autorisait pour les prêts hypothécaires. Ceci a permis un développement des prêts hypothécaires important. Vient ensuite le *Gramm Leach Bliley Act* (1999) sous Clinton qui a souvent été appelé la loi de modernisation des services financiers, et qui a mis définitivement un terme à la séparation des banques de dépôt et des banques d'investissement qui avait été instaurée par Franklin D. Roosevelt avec le *Glass-Steagal Act*.

Voici les principales lois qui ont accompagné la déréglementation financière américaine. Afin de résumer cela, nous nous référons à la synthèse de Bourguinat qui ramène le mouvement de transformation de la sphère financière dans les 3D suivants : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation (Bourguinat, 2004, p. 77). La déréglementation réfère à la libéralisation monétaire et financière. Le décloisonnement se divise en deux : décloisonnement interne et externe. Le décloisonnement interne fait référence à la déspecialisation progressive des banques. Par exemple : destruction progressive du *Glass Steagall Act* de 1933. Le décloisonnement externe fait référence à la « libéralisation des marchés de change, l'ouverture du marché des titres publics aux opérateurs étrangers et l'ouverture de la Bourse aux entreprises étrangères » (Chesnais & Brunhoff, 2004, p. 27). Enfin, la désintermédiation va permettre aux « institutions financières non bancaires d'accéder aux marchés en tant que prêteur » (Chesnais & Brunhoff, 2004, p. 27). Ces 3D vont ouvrir la voie à la multiplication de compagnies comme les fonds de pensions, mais aussi à de nouveaux produits financiers (comme les produits dérivés) et à l'innovation financière, tous responsables de la crise de 2008.

5.5 De la crise des NTIC à la crise des *subprime*

Cette crise est arrivée suite à l'euphorie des années 1990 en ce qui concerne Internet et les Nouvelles Technologie de l'Informations et de la Communication (NTIC)

³ Cela signifie pour l'emprunteur qu'il rembourse à des taux plutôt faibles dans les premières années, ce qui a entraîné dans des cas extrêmes le remboursement de la moitié du prêt total à la dernière année de remboursement. La dernière année ou le dernier mois, on parle de « ballon ».

qu'on appelait aussi la « nouvelle économie ». Les investisseurs ont anticipé des profits gigantesques suite au développement des NTIC. Les jeunes start-ups se sont vues attribuer des montants d'argent énormes. Leur valeur boursière était bien supérieure à ce qu'elles valaient réellement, si bien qu'une bulle spéculative s'est développée à partir de 1995 pour éclater en 2001. Boyer commente cette crise *ex post* : « Rétrospectivement, il est permis de réinterpréter la crise dite de la nouvelle économie comme l'expression du conflit entre l'impatience de la finance quant aux profits anticipés et la réalité du long processus de conversion des innovations en produits rentables » (Boyer, 2009, p. 6).

Notre analyse porte principalement sur l'innovation financière, il en sera de même dans l'analyse du krach financier de l'été 2015 en Chine. Le fait que l'innovation financière soit réapparue dès les années 1970, qu'elle se soit développée dans les années 1980 et 1990 pour amener à des niveaux de circulation de produits dérivés jamais connus dans l'histoire financière dans les années 2000, en fait un facteur majeur que bon nombre de chercheurs ont analysé⁴. Dès 1994 sont apparus les *Credit Default Swap* (CDS) (couverture de défaillance) qui sont des assurances sur les titres financiers (Chavagneux, 2011, p. 132). Les vendeurs de titres financiers veulent s'assurer qu'ils seront remboursés au cas où leurs clients feraient défaut. Ça fonctionne comme un contrat d'assurance et va permettre de plus en plus aux acteurs financiers de prendre des risques et de se protéger contre ces risques. Dans la même décennie apparaît la titrisation qui est une technique qui permet à une banque de titriser une dette, c'est-à-dire de la mettre sous forme d'un titre qu'elle va pouvoir ensuite revendre sur les marchés financiers. On a ici une des innovations financières majeures qui vont mener à la crise des *subprime*, car la titrisation permet de donner un prêt puis de se débarrasser de ce prêt aussitôt sous forme de titre. Cela aura pour effet de désassocier le risque et le rendement des actifs. Le propre de la finance depuis toujours a été d'arbitrer entre le niveau de risque et le rendement qui rémunère ce risque. Par conséquent, plus un actif financier est risqué et plus son rendement sera

⁴ Voir par exemple l'ouvrage collaboratif *Les crises financières* (Boyer, Dehove, & Plihon, 2003)

élevé. C'est ce qu'on a vu avec les *junk bond* dans les années 1980 par exemple. Or, dans les années 2000, les banques feront de plus en plus de prêts à des agents non solvables, car elles savaient pertinemment qu'elles pouvaient aussitôt se prémunir du risque en revendant ces prêts.

Cette pratique s'accompagne bien sûr de la montée en force des crédits *subprime* qui représentaient 20% des prêts entre 2005 et 2006 (Aglietta, 2010, p. 38). Ces crédits ont été développés dans une logique d'accumulation extensive. C'est-à-dire qu'une fois que tous les Américains solvables ont une maison, comment faire en sorte de continuer à vendre des maisons ? La réponse est simple : il faut en vendre aux gens qui n'ont pas encore de maison et ces gens-là sont précisément les Américains les moins solvables. Les banques vont commencer à leur prêter de l'argent via les crédits *subprime* sans même faire d'enquête de crédit très avancée. Ils ont promis qu'ils n'auraient pas beaucoup d'intérêt à payer dans les premières années, mais évidemment, comme les taux d'intérêt étaient variables, il fallait qu'à un moment arrivent la remontée de ces taux et l'incapacité de remboursement. C'était d'autant plus facile d'émettre des crédits *subprime* que les banques pouvaient les titriser et donc s'éloigner du risque.

Les *Collateralised Debt Obligations* (CDO) sont « des obligations dont le remboursement est censé être garanti par un ensemble de crédits immobiliers » (Chavagneux, 2011, p. 117). Ils sont formés de différentes couches (*pool*) d'actifs qui vont des moins risqués au plus risqués. C'est une sorte de paquet d'actifs qui était en réalité extrêmement difficile à évaluer, car ça comportait trop d'actifs hétérogènes. Ces CDO étaient malheureusement notés par les agences de notation comme des produits sûrs, ce qui a suscité un engouement chez les acteurs financiers, faisant par la même occasion augmenter leur valeur. Ainsi, les agences de notation ont participé activement à cacher les risques que représentaient réellement ces CDO. Les traders ne regardant que les notes des agences de notation ne se sont pas questionnés deux fois sur le bien-fondé de ces titres. Ces titres ont réellement accentué le fait que pendant la crise des *subprime*, il était très difficile de savoir qui portait réellement les risques.

En parallèle à toutes ces innovations, il faut regarder la politique monétaire d'Alan Greenspan, le directeur de la Fed de 1987 à 2006. Suite à la crise des NTIC, ce dernier a baissé les taux d'intérêt à 1% afin de relancer le crédit et l'investissement. De fait, toute l'accumulation tirée par la finance s'est accrue massivement entre 2001 et 2004 et à partir de 2004, il y a eu inversement progressif des taux d'intérêt qui sont remontés à 5,25% au printemps 2007 (Aglietta, 2010, p. 37).

Toutes les conditions étaient alors réunies pour un retournement de conjoncture. En effet, on a vu un développement et une multiplication des achats et ventes de titres pourris bien notés sur toute la planète. Lorsque les taux se sont inversés et que le marché de l'immobilier a commencé à se retourner au milieu de 2006. Les maisons ont commencé à perdre de la valeur, ce qui a effrayé les gens qui n'avaient pas encore fini de rembourser leurs prêts. Les taux d'intérêt variables ont rendu les prêts plus chers en même temps que les maisons valaient moins cher que le prêt initial, de telles sortes que les banques ont commencé à saisir les maisons des personnes qui ne pouvaient plus payer, accélérant encore plus la chute de la valeur de ces maisons, car elles étaient en offre excessive. S'enclenche alors une spirale infernale qui commence par un *credit crunch*, c'est-à-dire une compression des crédits, car les banques ne se font plus confiance les unes entre les autres, elles arrêtent de se prêter entre elles. Les agences de notation sont allées dans le même sens comme le dit Aglietta : « Au printemps 2007, les agences de notation ont déclassé de manière précipitée les notes qu'elles avaient attribuées aux titres émis sur les crédits. Les investisseurs ont aussitôt arrêté d'acheter » (Aglietta, 2010, p. 40). Le fait d'arrêter d'acheter et de vouloir tout vendre fait chuter drastiquement le prix des actifs dans le monde de la finance. Nous sommes encore dans la crise immobilière. Cette crise va se transformer en crise financière à partir de septembre 2008, lorsque la banque Lehman Brothers fait faillite, déclenchant un risque systémique jamais vu depuis la grande dépression de 1929.

Nous avons délibérément choisi de prendre ce détour par les crises étatsuniennes, car le chemin emprunté par l'économie américaine, c'est-à-dire la financiarisation de cette

économie à partir des années 1980 va venir faire écho aux évolutions observées au Japon dans la même décennie et en Chine deux à trois décennies plus tard.

6. RÉGIME ÉCOLOGIQUE

Dans cette dernière partie, nous souhaitons proposer une nouvelle forme institutionnelle qui serait le régime écologique. On pourrait définir le régime écologique comme *l'ensemble des règles, des dispositions légales qui organisent l'équilibre de la nature et de l'environnement afin que ces derniers restent compatibles avec la vie humaine*. Dans notre approche, « organiser l'équilibre de la nature et de l'environnement » est à comprendre en relation avec le mode de production d'une économie. De plus, le régime écologique nous paraît d'autant plus important qu'il peut modifier les comportements des régulateurs en introduisant la contrainte écologique dans les prises de décisions, mais aussi dans les rapports sociaux. Par exemple, le rapport entre un client et un fournisseur peut changer si le client décide pour des raisons écologiques qu'il n'achètera plus les produits de son fournisseur si leurs processus de production ne sont pas respectueux de l'environnement. Un autre exemple qui touche directement le rapport salarial est la consommation des ménages. On observe de plus en plus de produits certifiés « bio » en réponse à une demande croissante de ce genre de produit. Le régime écologique affecte aussi directement le mode de régulation, car il a un impact sur la reproduction des forces productives. Par exemple, les cancers liés à la pollution de l'air diminuent la croissance démographique et donc la force de travail disponible. C'est pour cela que dans la définition, la clause de *compatibilité avec la vie humaine* est capitale. Voici pour ce qui est d'une brève justification de l'introduction de ce concept. À présent, nous voulons tracer rapidement des pistes de recherche qui peuvent faire l'objet d'une thèse ou simplement de recherches ultérieures.

Tout comme nous cherchons dans ce travail à établir un lien entre déréglementation financière et apparition de crises financières, nous voulons établir un

lien entre l'ouverture économique et l'instabilité écologique s'il en existe un. Pour notre petite étude de cas, nous étudierons la Chine dans le chapitre suivant.

Dans un régime où l'économie serait fermée aux échanges internationaux, la contrainte environnementale a un effet direct sur la croissance potentielle d'un pays. Or, dès lors qu'une économie s'ouvre aux échanges internationaux, le réservoir de ressources augmente énormément, ce qui libère la croissance potentielle et peut la porter vers des niveaux jamais atteints avant. On peut faire une analogie avec la théorie des rendements décroissants de Marx. En effet, si les rendements continuent de croître, c'est dû historiquement à une expansion coloniale, donc à une recherche de croissance extensive, mais aussi à des améliorations technologiques, ce qui correspond à une croissance intensive. La recherche de débouché à l'extérieur de la Chine est une recherche de croissance extensive qui entraîne des effets négatifs sur le régime écologique chinois et sur le régime écologique international. Ainsi, l'environnement est devenu une variable d'ajustement que les gouvernements chinois ont utilisé pour maintenir des niveaux de croissance leur permettant de rester au pouvoir. Cela signifie qu'ils ont pollué plus pour obtenir de plus forts taux de croissance.

Dans le cadre de la réflexion sur le régime écologique on discerne deux dimensions : la première est nationale et la seconde internationale. En effet, pour ce qui concerne le cadre national, on peut dire que l'influence du régime écologique est une contrainte endogène au régime de croissance, ce qui est cohérent avec les analyses régulationnistes du point de vue de l'endogénéité. On peut aller au-delà de cette contrainte par l'ouverture sur l'économie mondiale et donc par une recherche extensive des matières premières qui seront importées. On est alors dans la dimension internationale.

De plus, on peut penser le régime écologique en termes d'*input* et d'*output*. Pour les *inputs*, on considère que dans le processus de production on dégrade le régime écologique international par l'importation de matières premières ou biens intermédiaires qui seront ensuite transformés. Tant que les ressources naturelles importées ne sont pas encore entrées dans le pays importateur, alors seul le régime écologique international se

dégrade⁵ et non pas le régime écologique national. En revanche, dès lors que les produits entrent dans le pays étudié, alors on commence à dégrader le régime écologique national. Ensuite, lors de la transformation des matières premières dans les usines, il y aura des externalités négatives (émission de gaz à effet de serre, déversement de produits chimiques dans les rivières, etc.) qui viendront affecter directement le régime écologique national, mais peuvent aussi à cause des vents ou marées dégrader le régime écologique international qui n'est que la dégradation des autres régimes écologiques nationaux appartenant aux autres pays affectés. Ressortent ensuite de l'usine les *outputs* qui seront soit consommés localement, soit exportés très loin, auquel cas la pollution liée au transport sera une fois de plus à prendre en compte.

L'écologie nous ramène à l'idée de base de l'économie qui est de produire des biens dans la limite des contraintes environnementales. Le capitalisme financier de type anglo-saxon nous propose un modèle de développement qui s'appuie sur la possibilité de faire croître les profits de manière illimitée. Le grand paradoxe est que l'on continue à vouloir promouvoir une croissance infinie dans un espace fini. La finance et les NTIC nous donnent artificiellement des espaces où la production est infinie. Production infinie de connaissance, d'information, puis d'échanges d'information... En réalité, ce qui supporte ce genre de production sont précisément les ordinateurs et téléphones mobiles qui eux sont extrêmement demandant en ressources naturelles.

Si on pense de manière statique, à un moment t de l'histoire où l'on peut faire une photographie de l'état de l'environnement, alors on peut identifier le régime écologique par la qualité et la quantité des ressources naturelles dans un espace national donné : l'eau, la terre, l'air, les minéraux, les métaux, les énergies fossiles, etc. Pour ces analyses, il serait nécessaire que les régulationnistes soient en relation avec des géographes, des climatologues ou encore des biologistes, entre autres.

⁵ Il se dégrade à cause de la pollution émise par les moyens de transport des marchandises d'un bout à l'autre du globe.

Si on raisonne de manière dynamique, on peut attribuer à un régime écologique les qualités suivantes : régime écologique en *pollution* ou en *régénération*. Ceci en fonction de l'utilisation des ressources naturelles par l'humain. Le critère de qualité découle directement du principe de la *règle verte* qui établit qu'on ne doit pas prendre plus à la nature que ce qu'elle peut nous rendre. Si on prend plus, alors nous sommes dans un régime écologique en pollution. Si on prend moins et donc que la nature se régénère et s'étend, alors on est dans un régime écologique en régénération.

Tout l'enjeu d'introduire cette forme institutionnelle est de parvenir à la mettre en lien avec les autres formes institutionnelles. Par souci de complémentarité institutionnelle et de hiérarchie institutionnelle, on se demande comment le régime écologique entre en relation avec les autres formes institutionnelles. Nous avons déjà donné un exemple avec le rapport salarial qui peut être étendu. Le rapport qui nous intéresse particulièrement est celui que l'on peut faire entre le régime écologique et la finance.

Intuitivement, pour la Chine, il apparaît que la finance influence plus le régime écologique que l'inverse. En effet, la puissance financière dont s'est doté ce pays lui permet de faire des investissements massifs dans les usines de charbon ou dans l'importation du pétrole, mais peut aussi investir massivement dans la transition écologique. De là toute la contradiction de la finance qui peut autant dégrader qu'assainir l'environnement. Dernièrement, l'apparition des *green bonds*⁶ en Chine est une réponse du secteur financier (impulsé par l'État) à la contrainte écologique. Ici, la Chine cherche à répondre à deux contraintes en même temps. Premièrement, plus le matériel se détruit, plus on cherche à développer l'immatériel, soit différents services : financier, à la personne, médias d'information, etc. Deuxièmement, parmi les services financiers, l'offre de *green bonds* cherche à résoudre les problèmes environnementaux en incitant l'allocation du capital vers des projets écologiquement responsables.

⁶ Lianting Tu (7 juin 2016) China Approves \$15 Billion of Green Debt in Pollution Fight. Bloomberg. Repéré à <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-06-07/china-approves-over-15-billion-of-green-debt-in-pollution-fight> (Consulté le 16 août 2016)

Il y a beaucoup de travail à faire pour rendre la notion de régime écologique plus pertinente dans notre analyse des capitalismes. Le régime écologique apporte un aspect qualitatif des modes de production, ce qui est intéressant dans l'optique de faire des comparaisons internationales.

CHAPITRE II : LES STRUCTURES DU CAPITALISME CHINOIS DEPUIS 1978

L'objectif de ce chapitre est d'analyser les transformations qui ont eu lieu dans le capitalisme chinois depuis 1978. Cette date marque le début de la réforme chinoise qui consiste à graduellement libéraliser l'économie chinoise et l'ouvrir sur le monde. Cette réforme marque le commencement d'une transformation à la fois des institutions politiques et économiques. Notre approche du temps long nous amène d'abord à faire le point sur les transformations primordiales qui ont eu cours pendant la période maoïste (1949-1976). Ces transformations ont été nécessaires pour le bon déroulement de la réforme post-Mao, comme nous le verrons. L'analyse cherche à garder au centre de nos préoccupations le rôle et la puissance de l'État chinois tout au long des mutations du capitalisme. Souvenons-nous que l'État est une forme institutionnelle particulière, car celle-ci est la seule forme institutionnelle ayant le pouvoir de transformer radicalement les autres formes institutionnelles. La seconde forme institutionnelle qui nous intéresse dans ce chapitre est la forme « monnaie ». Nous verrons donc comment l'État a cherché à rendre convertible et à internationaliser le *renminbi* (RMB) de manière politique.

1. COMPRENDRE LA TRANSITION ÉCONOMIQUE DE 1978

Suite au décès du Grand Timonier en 1976, une lutte de pouvoir interne au Parti communiste chinois (PCC) se déclenche pour une période de deux ans et porte finalement Deng Xiaoping aux commandes du pays en 1978. Son ascension lui donne enfin toutes les clés en main pour pouvoir commencer à libéraliser graduellement l'économie chinoise.

1.1 Un choix idéologique ?

Selon Michel Aglietta, la réforme chinoise qui débute en 1978 n'est pas vraiment un choix idéologique, mais « ce sont plutôt les crises interne et externe qui ont exigé des

avancées » (Aglietta, Bai, & Jaquet, 2012, p. 122). De plus, plusieurs conditions étaient enfin réunies pour permettre la transition. C'est donc en faisant le bilan de la période maoïste qu'on peut mieux comprendre les conditions de possibilité de la réforme chinoise.

1.1.1 Bilan de la période maoïste

Il faut commencer par rappeler qu'en 1949, au moment de la proclamation de la République populaire de Chine par Mao Zedong, le pays est dans une situation économique et sociale peu enviable. En effet, ce dernier sort d'une guerre mondiale (1937-1945) suivie d'une guerre civile (1945-1949) entre les membres du Guomindang et du Parti communiste chinois.

Au début de la période communiste, Mao a voulu importer le modèle soviétique en Chine (Gernet, 1999, p. 568). Ce modèle est caractérisé entre autres par la volonté de développer l'industrie lourde et de collectiviser les terres dans le secteur agricole. De plus, toute l'économie est dirigée par le Parti-État qui prévoit des plans quinquennaux qui déterminent la production du pays dans son ensemble à la pièce près. C'est donc à partir de 1954 qu'apparaissent les premières « coopératives de production » qui sont des équivalents des kolkhozes soviétiques. Parallèlement à cela, entre 1955 et 1957, le pays tente de développer l'industrie lourde (acier, charbon, pétrole, électricité, etc.). De là naît le projet du Grand Bond en avant qui commencera en 1958 dans le cadre du second plan quinquennal (1958-1962) et qui a pour but d'accélérer la production agricole, d'agrandir le secteur industriel et de financer des grands projets publics d'infrastructure. L'échec de cette politique va plonger le pays dans une famine qui aurait tué entre 10 et 30 millions de Chinois. De fait, Mao va se retirer du pouvoir sur les questions économiques. Yves Chevrier avance que : « la gravité de la crise et l'éclipse politique partielle de Mao permettent à la stratégie pragmatique de s'imposer en 1961 » (Chevrier, 1989, p. 190). Il y a donc eu le premier réajustement (1961-1965) qui serait « l'ancêtre pragmatique des politiques post-maoïstes » (Chevrier, 1989, p. 190). Puis en 1964, Zhou Enlai a proposé les

Quatre Modernisations - de l'agriculture, de l'industrie, de l'armée, de l'éducation - dont il relancera l'idée en 1975 (Gernet, 1999, p. 580).

Dans l'idéologie maoïste, la ville est perçue négativement du fait de sa fonction de consommation que Mao a voulu transformer en fonction productive. De fait, le taux d'urbanisation a augmenté de 1952 à 1960, passant de 10 % à 18 %, pour ensuite diminuer jusqu'en 1978 à 13 % (Chevrier, 1989, p. 187 et 192). Parallèlement, il y a eu une explosion démographique. La population est passée de 552 à 1017 millions d'habitants entre 1952 et 1982 (Aglietta et al., 2012, p. 118). Cette explosion peut en partie s'expliquer par l'amélioration de l'espérance de vie qui « est passée de 42,2 (45,6) ans en 1950 à 66,4 (69,4) ans en 1982 pour les hommes (pour les femmes) » (Aglietta et al., 2012, p. 115). Ces évolutions auront un impact évident sur le mode de développement post-maoïste.

De 1966 à 1976 se déroule la Révolution culturelle qui a marqué la Chine tant par la violence de la période que du désespoir qu'elle a suscité chez beaucoup de gens. Mais, malgré les nombreuses erreurs commises pendant la période maoïste, beaucoup d'avancées ont permis à la Chine de se lancer dans les réformes de libéralisation à partir de 1978. La première condition était justement la fin de la révolution culturelle. On peut aussi parler du fait que sous Mao, la Chine est enfin devenue un État unitaire centralisé. Elle a alors restauré et consolidé un système bureaucratique hiérarchisé. Ces transformations politiques lui donneront une force d'intervention dans tous les domaines de la vie, ainsi qu'une reconnaissance des pays étrangers. Enfin, l'éducation s'est grandement améliorée. En effet, le taux d'analphabète est passé de 80 % en 1952 à 16,4 % en 1978 (Aglietta et al., 2012, p. 115), ce qui sera indispensable pour la maîtrise des nouvelles technologies et l'acquisition de nouveaux savoir-faire.

1.1.2 Une révolution verte

Avant toute révolution industrielle, il faut passer par une révolution verte. Une révolution verte signifie qu'il y a une augmentation remarquable de la productivité agricole, ce qui va permettre de libérer de la main-d'œuvre paysanne au profit des

industries. L'agriculture fait partie des Quatre Modernisations de Zhou Enlai. Si bien qu'on va voir augmenter la productivité agricole pendant les années 1970.

Cette révolution verte passe principalement par des avancées biochimiques. En effet, le scientifique Yuan Longping est parvenu à créer, en 1974, une variété de riz à haut rendement qui peut se cultiver partout en Chine (Aglietta et al., 2012, p. 117). En parallèle, la Chine développe son industrie d'engrais azotés « en achetant à l'étranger treize grandes usines d'urée et d'ammoniac synthétiques » (Aglietta et al., 2012, p. 117) entre 1973 et 1974. C'est en réalité la combinaison des deux qui va permettre une rapide évolution de la productivité agricole. On est passé de 300 kilos maximum de riz produit par tête avant les années 1970, à 400 kilos et plus pour les années suivantes.

Cette révolution va contribuer à l'établissement des conditions de possibilité de la réforme de 1978, notamment en libérant de la main-d'œuvre agricole qui va migrer dans les villes pour travailler dans le secteur industriel.

1.1.3 Conditions internationales réunies

Enfin, une dernière condition ayant permis à la Chine de faire sa transition réside dans le contexte international de la fin des années 1970. Il y a non seulement la reconnaissance de la République populaire de Chine par les grandes puissances au début des années 1970. Par exemple, Nixon et Kissinger sont allés visiter la Chine de Mao en 1972, ce qui a rompu un froid diplomatique de longue date. Ce rapprochement s'est fait au détriment de Taiwan qui occupait alors un siège permanent au Conseil de sécurité de l'ONU. Taiwan sera ainsi remplacé par la Chine continentale au Conseil de sécurité. Finalement, les États-Unis n'ont reconnu le PCC comme parti légitime pour gouverner la Chine qu'en 1978.

Le contexte international est aussi marqué par une nouvelle impulsion de la mondialisation, cette fois-ci ayant pour vocation la déréglementation de la finance et le libre-échange partout sur la planète. La Chine va ainsi pouvoir commencer à commercer,

d'abord avec les pays d'Asie (surtout Hong Kong, Taiwan, le Japon et les pays d'Asie du Sud-Est) puis avec les pays de l'OCDE.

En résumé, en suivant les arguments d'Aglietta, on peut dire que la conjonction d'un contexte international favorable, d'une population jeune et en bonne santé et enfin d'une révolution verte, vont rendre possible l'avènement d'un nouveau régime d'accumulation qui débutera à partir de 1978. À présent, voyons ce qui a caractérisé la première phase de transition de l'économie chinoise.

1.2 Première phase de la transition (1978-1992)

1.2.1 La décollectivisation

De 1978 à 1984 va se réaliser la décollectivisation (Bergère, 2007, p. 224). On va alors voir la production chinoise augmenter tandis que les terres vont être rendues à la gestion familiale sous le couvert du « système de responsabilité » (Perry & Wong, 1985, p. 10). Ce système va permettre aux familles de vendre sur des marchés libres les surplus de leur production après avoir donné à l'État les quotas exigés. Cela signifie qu'on réintroduit la notion de profit dans les campagnes. De là l'expression d'Aglietta : « Les paysans sont devenus les premiers capitalistes de l'ère Deng Xiaoping ! » (Aglietta et al., 2012, p. 125). Il faut souligner l'importance du passage entre une exploitation collective à une exploitation familiale. En fait, traditionnellement c'est la deuxième forme qui prévalait, mais les politiques de collectivisation ont en quelque sorte détruit le noyau dur de la culture chinoise, à savoir, la famille. Ce retour à l'exploitation familiale est très bien accueilli par les paysans. De plus, les paysans seront encouragés à « se procurer un revenu en dehors des collectivités rurales » (Aglietta et al., 2012, p. 123).

Une seconde innovation majeure de cette période est l'apparition des entreprises de bourg et de village (EBV). Cette « innovation institutionnelle » (Aglietta et al., 2012, p. 124) est née de la volonté des paysans, dont les familles ont de la main-d'œuvre en trop, d'aller chercher de nouveaux revenus. Ces EBV étaient des petites usines fabriquant des

produits de l'industrie légère localisés à la campagne. On comptait 123 millions de travailleurs dans les EBV en 1993 (Aglietta et al., 2012, p. 124). Marie-Claire Bergère écrit qu'« à partir de 1984, la croissance économique est avant tout celle du secteur non étatique. La libéralisation des forces productives de la paysannerie entraîne un bond en avant de la production agricole » (Bergère, 2007, p. 227).

1.2.2 La réforme urbaine

Si les réformes rurales ont été des succès dans l'ensemble, il n'en a pas été de même pour les premières réformes urbaines. En 1978, on trouve dans les zones urbaines uniquement des entreprises collectives et des entreprises d'État. Michel Aglietta explique qu'à cause des batailles liées à la captation de rentes politiques et économiques entre les bureaucrates, il n'était pas possible de simplement libérer les barrières à l'entrée et de créer des entreprises privées qui viendraient concurrencer ces bureaucrates (Aglietta et al., 2012, p. 126). Ce que le prix Nobel de la paix Liu Xiaobo a résumé ainsi : « le pouvoir des fonctionnaires s'est dévoyé en un instrument privé de recherche maximale du profit ; il a du même coup cessé d'être l'instrument du bien public » (Liu & Béja, 2011, p. 257). Ainsi, le défi qui était lié à l'autonomisation de la gestion d'entreprise a abouti « à redistribuer les profits sans gains de performance économique » (Aglietta et al., 2012, p. 127). Dans le cadre d'une réforme graduelle, en 1978, le gouvernement a d'abord tenté l'expérience d'autonomisation au Sichuan avec six entreprises appartenant à l'État pour arriver à 6600 en 1980. Aglietta conclut que malgré les réformes, la productivité des entreprises ne s'est pas améliorée (Aglietta et al., 2012, p. 127), contrastant ainsi grandement avec les réformes du milieu rural.

L'autre aspect, mieux réussi cette fois-ci, est l'ouverture de quatre zones économiques spéciales (ZES) dans les provinces du Guangdong et du Fujian (Bergère, 2007, p. 225). Ces zones sont une ouverture de la Chine aux capitaux étrangers, à leurs techniques et à leurs produits. Ces zones sont une sorte d'avant-garde, des tests pour faire aller plus loin les mesures de libéralisation économiques, acquérir des connaissances

pratiques sur les marchés internes et externes. Pour attirer le plus de capitaux étrangers possible, le gouvernement chinois va prendre des mesures incitatives telles que : « exonérations fiscales, exemptions douanières, financement des travaux d'infrastructure » (Bergère, 2007, p. 225).

1.2.3 Première étape de la réforme du système financier

En ce qui concerne les premières réformes du système financier, celles-ci débutèrent en 1979, lorsque la Banque populaire de Chine (PBOC), qui était alors la seule banque du pays, se sépara du ministère des Finances. Lors de la période maoïste, toutes les banques ont été soit abolies (Oi, 1999, p. 173) soit absorbées par la Banque populaire de Chine et cette dernière était sous le contrôle du ministère des Finances. Suite à la réforme de 1979, la Banque populaire de Chine deviendra une entité distincte. Puis ce sera en 1983 que la Banque populaire de Chine deviendra juridiquement la banque centrale du pays du milieu (Aglietta et al., 2012, p. 189).

Toujours en 1979, l'*Agricultural Bank of China* (ABC), la *China Construction Bank* (CCB) et l'*Industrial Commercial Bank of China* (ICBC) ont été restaurées (Oi, 1999, p. 173). La *Bank of China* (BOC) a quant à elle été séparée de la Banque populaire de Chine. Ces quatre banques forment ce qu'on appelle les « *Big Four* », c'est-à-dire les quatre plus grosses banques de Chine. L'idée était de permettre à ces banques de devenir progressivement des banques commerciales. Il faut bien comprendre la différence avec la période socialiste pour se rendre compte de l'ampleur de la tâche qui est de réformer le système bancaire chinois. Sous Mao, il y avait la Banque populaire de Chine qui était une monobanque qui avait pour responsabilité d'assurer à la fois les opérations de banques commerciales et les opérations de banque centrale. À partir de 1979, la Banque populaire de Chine aura pour rôle d'octroyer aux banques du pays les prêts que ces dernières demandaient à recevoir pour fournir du crédit à leurs clients. La PBOC ne vérifiait pas tant les capacités de remboursement ou encore la rentabilité des prêts. L'important était de fournir de la liquidité pour réaliser toute sorte de projets. Cela va avoir comme

conséquence de fournir trop de crédit, ce qui va faire grimper les créances douteuses et l'inflation dans les années 1980.

À partir de 1986, le gouvernement va inciter les *Big Four* à se faire concurrence les unes contre les autres dans le but de prêter à tous les secteurs de l'économie (Aglietta et al., 2012, p. 130). Ceci est une étape de plus vers la transformation de ces banques en banque commerciale. Toutefois, ce ne sera que dans la deuxième étape de la réforme que les *Big Four* deviendront officiellement des banques commerciales.

Pendant que les *Big Four* ressuscitaient, le gouvernement a impulsé en parallèle le développement de banques régionales ainsi qu'un réseau de coopératives de crédit rural et urbain. En ce qui concerne les coopératives de crédit rural, elles sont sous la supervision de l'*Agricultural Bank of China* (ABC) tandis que les coopératives de crédit urbain vont d'abord être placées sous la supervision de la banque centrale. Le développement des coopératives de crédit urbain va très vite, si bien qu'en 1987 il y en aura 1600 et en 1993 on en comptera 4800 (Tan, 2013, p. 80). Ces dernières seront en partie réformées dans la loi bancaire de 1995.

Ce qu'il faut retenir de la première étape de la réforme de la finance est que la Chine est passée d'un système de monobanque qui visait à centraliser toutes les activités bancaires conformément au Plan à un système plus décentralisé qui autorise de nouveaux acteurs à entrer sur scène.

1.2.4 Fin de la première phase de transition : crise économique et politique

Les nombreux développements qui ont eu lieu depuis l'ouverture économique en 1978 ont entraîné d'importants déséquilibres, notamment en ce qui concerne l'inflation. Ainsi, en 1988, le taux d'inflation s'élevait à 18 % (Aglietta et al., 2012, p. 132). Ceci est dû principalement à la multiplication massive d'octroi de prêts bancaires dont le risque n'avait pas été évalué ou avait été très mal évalué. Ce qui a entraîné l'augmentation des prêts non performants. Cette inflation a eu entre autres pour conséquence de réduire le salaire réel des Chinois, car leur salaire était encore décidé par l'État et celui-ci n'a pas

bien indexé les salaires sur l'inflation. Par conséquent, les mécontentements se sont fait connaître dans les manifestations de la place Tiananmen en 1989. Ces manifestations sont en grande partie liées à des réformes politiques internes au Parti communiste chinois, mais les conditions matérielles des Chinois se dégradant, on peut dire que les conditions économiques ont été aussi un moteur de protestation.

D'un point de vue politique, les années 1980 sont marquées par des débats opposant les libéraux qui étaient pour que le PCC s'éloigne du gouvernement aux conservateurs qui préféraient garder le statu quo quant aux institutions politiques. Zhao Ziyang représentait les plus libéraux et s'opposait à l'intervention de l'armée contre les étudiants. Tandis que Li Peng, responsable en partie avec Deng Xiaoping de l'envoi de l'armée sur les étudiants, représentait les conservateurs avec Zhang Zemin. Ce dernier deviendra le secrétaire général du PCC en remplacement de Zhao Ziyang en 1989 afin de réprimer les manifestants.

Jacques Gernet résume la première étape de réformes comme suit : « le desserrement des contraintes, la disparition progressive des structures collectives ont pour effet de créer des disparités entre villes et campagnes, de grands écarts de revenus et de nouveaux problèmes de gestion » (Gernet, 1999, p. 581). La décentralisation politique et économique redonne du pouvoir aux gouvernements locaux qui vont se faire concurrence dans le but de diriger la province la plus rayonnante aux yeux du gouvernement central. S'en suivent naturellement des disparités immenses entre les différentes régions du pays.

En ce qui concerne le régime de croissance, il a été très instable lors de cette première étape de réformes. En 1978, la croissance du PIB s'élevait à 11,9 % pour ralentir jusqu'à 5,17 % en 1981, puis ça remonte à 15,2 % en 1984 pour terminer en pleine crise politique et économique à 4,21 % en 1989⁷. Dans ce contexte, la Chine va tout de même parvenir à lancer la deuxième étape des réformes.

⁷ Banque Mondiale. Repéré à <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=CN> (Consulté le 1^{er} mai 2016)

1.3 Deuxième phase de la transition (1992-2008)

Entre 1989 et 1992, il y a un gel des réformes. Toutefois en 1990 et 1991, les Bourses de Shanghai et de Shenzhen vont ouvrir respectivement (Bergère, 2007, p. 230). Pour ce qui concerne la Bourse de Shanghai, elle a en réalité été rouverte, car elle avait été fermée en 1949 par le PCC. En revanche, la Bourse de Shenzhen a été mise en place à partir de 1987 et a ouvert pour la première fois en 1991. Ces deux bourses ont pour objectif d'apporter aux entreprises d'État des sources alternatives de financement. D'ailleurs, c'est principalement des entreprises publiques qui sont cotées en bourse. La Chine entre dans une nouvelle étape, d'autant plus qu'en 1992, elle adopte officiellement le concept d'« économie socialiste de marché » (Bergère, 2007, p. 228). La même année, la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) est créée dans le but de réguler les marchés des bourses et des contrats à terme (*futures*).

La deuxième phase de réforme est impulsée par Zhu Rongji qui a été nommé vice-premier ministre en 1993 et Premier ministre en 1998. Il sera responsable de la politique économique de ce nouveau régime de croissance. Cette deuxième phase de la transition est marquée par un approfondissement des réformes qui débouche sur une plus grande ouverture économique et financière du pays, mais aussi sur des privatisations massives d'entreprises publiques. Parmi les grandes mesures que nous allons voir, il y a la réforme fiscale de 1994, la loi bancaire de 1995, les mesures de restructurations des sociétés d'État de la fin des années 1990 et l'entrée à l'OMC en 2001. Dans cette phase, à l'inverse de la première, on observe que le milieu rural est délaissé au profit des industries et des zones urbaines.

1.3.1 Réforme fiscale : redonner de la puissance à l'État central

Après avoir décentralisé le pouvoir vers les provinces, au profit donc des gouvernements locaux, l'État central va tenter de reprendre du pouvoir par l'intermédiaire de la fiscalité (Godement, 2012, p. 96). Pour François Gipouloux, « le déploiement de la dynamique de marché a conduit à un déclin apparent de la puissance du gouvernement » (Gipouloux, 2005, p. 19). Si bien que les inégalités de répartition des recettes fiscales entre les gouvernements locaux et le gouvernement central ont atteint un niveau exceptionnel en 1988. En effet, les provinces gardaient pour elles 96,7 % des recettes fiscales et n'en reversaient que 3,3 % au gouvernement central (Aglietta et al., 2012, p. 140). C'est en partie une des raisons des difficultés de la réforme du PCC à la fin des années 1980 qui a mené aux manifestations de Tiananmen. L'idée de la réforme fiscale impulsée par Zhu Rongji, alors Vice-Premier Ministre en 1994, était de redonner du pouvoir à l'État central en recentralisant le contrôle fiscal.

Cette réforme s'est déroulée en trois étapes. Tout d'abord, la Chine avait pour tâche de se doter d'un système d'imposition moderne (Aglietta et al., 2012, p. 143). Il fallait passer d'un système où les recettes de l'État étaient obtenues principalement par les revenus des entreprises publiques, à un système moderne où l'État va chercher à imposer les activités privées. Le gouvernement central a ainsi mis en place une TVA unique pour les activités industrielles, une taxe de vente pour les services, un impôt sur le revenu des compagnies ou encore un impôt sur le revenu des particuliers (Aglietta et al., 2012, p. 144). Aglietta explique qu'à partir de cette réforme, l'État central sera le seul à définir la politique fiscale et les gouvernements locaux devront l'accepter.

La deuxième étape de la réforme a cherché à abolir le « système de responsabilité » au profit d'un « système de partage fiscal bien codifié » (Aglietta et al., 2012, p. 144). Il s'agissait pour l'État de définir la manière de répartir les recettes fiscales entre les provinces et le gouvernement central. Par exemple, la TVA était répartie à 75 % pour le gouvernement central et à 25 % pour la province. De fait, « la part de l'État dans la totalité des recettes fiscales bondit, en un an, d'un maigre 22 % à 55,7 % » (Aglietta et

al., 2012, p. 145). Ce rééquilibrage redonne de la puissance à l'État au détriment des provinces. Un problème engendré par cette nouvelle répartition est que les provinces vont avoir de plus en plus de mal à financer les projets et droits sociaux dont elles sont directement responsables. Elles vont dépendre de plus en plus des transferts fiscaux entre le centre et le local pour assumer leurs responsabilités budgétaires.

Enfin, la dernière étape de la réforme avait pour objectif de restructurer l'administration fiscale afin de s'assurer pour l'État central de bien collecter les impôts locaux. Pour s'assurer de la bonne collecte, il y aura désormais au niveau local deux administrations fiscales (Aglietta et al., 2012, p. 146) : une administration en charge de la collecte des impôts locaux et l'autre administration en charge de collecter les impôts pour le gouvernement central.

Cette réforme a été une réussite du point de vue de la réappropriation du pouvoir fiscal du gouvernement central sur les collectivités locales. En revanche, des problèmes sont apparus quant au financement des budgets locaux, ce qui a entraîné une accentuation de la concurrence entre les provinces. Celles-ci cherchant à avoir les meilleurs niveaux de croissance et de développement économique, il va y avoir une guerre interprovinciale pour l'appropriation de divers marchés. L'objectif des provinces sera de paraître le plus profitables possible afin d'attirer les capitaux internes et étrangers. François Gipouloux parle de « protectionnisme régional grandissant » (Gipouloux, 2005, p. 29). Il explique que les provinces vont chercher à être les plus compétitives possible en appliquant des « politiques de crédit et fiscalité préférentielles » pour protéger leurs marchés locaux. Robert Boyer parle de régime d'accumulation tiré par la concurrence pour décrire cette dynamique. En fait, cette réforme fiscale va pousser plus loin « le rôle dominant de la forme de la concurrence qui façonne le rapport salarial et le rôle très spécifique de l'État, instigateur de la réorganisation permanente des secteurs privés et publics » (Boyer, 2015, p. 235).

Il était important de voir comment la réforme fiscale de 1994 a perturbé le rapport de force entre les collectivités locales et le gouvernement central ainsi que le rapport de force entre les provinces qui vont être poussées à se faire concurrence. À présent, voyons

comment en parallèle de la réforme fiscale de 1994 s'est développée une forme de libéralisation bancaire et financière qui donnera encore plus de pouvoir au gouvernement central.

1.3.2 Seconde étape de la réforme bancaire : se doter d'une puissance financière

La seconde étape de réforme du secteur financier commence en 1994 avec l'unification du système de taux de change. Avant cette unification, il y avait un taux de change interne à la Chine et un taux de change officiel depuis 1986. Ce régime s'appelait la « double voie ». Le taux de change interne s'appliquait aux entreprises exportatrices qui possédaient des devises étrangères. Ces entreprises pouvaient échanger leurs devises étrangères contre des yuans à un taux plus faible que le taux de change officiel (Aglietta et al., 2012, p. 185). Ainsi, cela leur a permis d'accumuler plus de yuans et donc de pouvoir investir d'autant plus, jusqu'à la surchauffe de la fin des années 1980. En 1994, le taux de change officiel sera ramené au niveau du taux de change interne, soit une dévaluation du yuan par rapport au dollar. Puis de la mi-1995 à juillet 2005, le taux de change sera ancré sur le dollar à 8,3 yuans pour un dollar (Aglietta et al., 2012, p. 190). Enfin, à partir de 2005, au lieu de rester fixé au dollar, le yuan sera ancré sur un panier de devises comprenant le dollar, l'euro, le yen et le won. Dans les faits, ce sera toujours le banquier central qui fixera le taux de change officiel.

De plus, en 1994, le gouvernement décide de mettre sur pied trois banques de développement « pour assurer le financement de grands projets d'infrastructure financés auparavant par les banques publiques » (Aglietta et al., 2012, p. 166). Ces trois banques de développement sont l'*Agricultural Development Bank of China* (ADBC), la *China Development Bank* (CDB) et l'*Import-Export Bank of China* (Exim). Ces trois banques vont devenir de très grosses banques, indispensables pour se doter d'une puissance d'investissement conséquente du point de vue du gouvernement central. Elles ont chacune leur domaine d'investissement que l'on peut comprendre assez intuitivement en fonction de leurs noms. Ainsi, la ADBC s'occupera des investissements en infrastructure

dans les zones rurales, la CDB investira dans les grands projets d'infrastructure de transport et d'énergie ainsi que dans différentes industries. Enfin, la *Exim Bank* va chercher à financer les industries liées directement avec des activités d'import-export.

En 1995, la loi sur les banques commerciales a permis aux *Big Four* de devenir des banques commerciales. Dorénavant, elles seront entièrement autonomes tant au niveau de la gestion de leurs activités que des risques encourus (Aglietta et al., 2012, p. 166). De plus, cette réforme a fait de la Banque populaire de Chine la banque centrale qui sera désormais responsable de la politique monétaire ainsi que de la supervision du système financier (Bergère, 2013, p. 24). Cette dernière ne pourra donc plus accepter de dépôts ou fournir de prêts. De fait, ces tâches seront confiées aux *Big Four* qui contrôlent aujourd'hui plus de la moitié des actifs bancaires.

Cette loi va aussi modifier les coopératives de crédit urbain. Ces dernières ont accumulé trop de prêts non performants et beaucoup d'entre elles risquent la faillite, ce qui entraînerait des troubles sociaux. Pour empêcher cela, le gouvernement a décidé de les transformer petit à petit en banques commerciales. De fait, elles vont vite disparaître en tant que coopératives de crédit urbain. En effet, dès 2003, elles ne sont plus que 2000, puis 681 en 2005 pour atteindre 22 en 2008 (Tan, 2013, p. 80).

Un défi majeur à relever pour le PCC était l'assainissement des créances douteuses au sein des banques et surtout au sein des *Big Four*. Pour y parvenir, le PCC va chercher à recapitaliser les banques d'État à partir de 1999 (Aglietta & Landry, 2007, p. 82). Il va ainsi créer quatre organismes de défaisance pour les quatre *Big Four*. L'*Oriental* sera créé pour la *Bank of China*, *Cinda* pour la *China Construction Bank*, *Huarong* pour la ICBC et enfin *Great Wall* pour l'*Agricultural Bank of China*. Ces organismes appelés *Asset Management Corporation* (AMC) appartiennent au ministère des Finances et sont dotés de 74,9 milliards de dollars (Aglietta & Landry, 2007, p. 82). Aglietta et Landry résument ainsi l'activité de ces organismes : « Ces sociétés de défaisance sont placées sous la triple tutelle de la Banque populaire de Chine, du Comité de Supervision des Opérations de Bourse (CSRC) et du ministère des Finances. Elles recueillent les créances douteuses, les restructurent, essaient de récupérer le meilleur pourcentage possible de leur valeur

faciale en vendant les créances restructurées et émettent des obligations auprès des institutions financières pour financer leurs opérations » (Aglietta & Landry, 2007, p. 82).

À partir de 2003, la *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) est créée dans le but de surveiller le système bancaire. C'est le régulateur bancaire chinois qui déterminera les règles macro-prudentielles à suivre pour éviter tout risque systémique. Avant sa création, il n'était pas facile de connaître exactement les créances douteuses détenues par les *Big Four*. Mais en 2004, Aglietta et Landry ont calculé que 15,4 % des créances des *Big Four* sont des créances douteuses contre 4,9 % pour les banques commerciales (Aglietta & Landry, 2007, p. 80). La purge des créances douteuses s'est déroulée en deux temps : d'abord par la création des organismes de défaillance (AMC) puis par la recapitalisation des banques commerciales qui dura dix ans à partir de 1999. Cette recapitalisation « consiste à ramener systématiquement les prêts non performants à un niveau normal » (Aglietta et al., 2012, p. 168). Plusieurs techniques ont été utilisées pour recapitaliser les banques. Le gros du travail est venu de la CBRC, de la Banque populaire de Chine, des AMC et du *holding Huijin* créé en 2003 et qui fonctionnait comme un véhicule de financement entre trois banques des *Big Four* et la banque centrale.

Aglietta et Bai concluent que la politique de réduction des créances douteuses a globalement fonctionné, car en 2008, la CBRC comptabilise 4,8 % de créances douteuses séparées entre les taux de *prêts non performants* (2,4 %), les *prêts sous les standards* (1,1 %), les *créances douteuses* (1,1 %) et les *prêts insolubles* (0,2 %) (Aglietta et al., 2012, p. 168). Dans l'ensemble, ce sont de très bons résultats qui permettent aux banques chinoises « d'attirer des participations étrangères et de lever des capitaux sur les marchés financiers internationaux » (Aglietta et al., 2012, p. 169).

En parallèle de la purge des créances douteuses, un défi de taille repose dans la gestion du risque de crédit. Car il ne suffit pas seulement de purger les banques des créances douteuses, il faut aussi s'assurer au mieux qu'elles n'en reproduiront pas plus. Pour ce faire, l'idée était de se rapprocher des normes internationales en ce qui concerne l'évaluation du risque de crédit. Ainsi, les régulateurs ont redéfini la classification des prêts en cinq niveaux comme on l'a vu au paragraphe précédent : prêts performants, sous-

standard, sous surveillance (« douteux »), non performants et en défaut (« insolvable ») (Aglietta & Landry, 2007, p. 90). De plus, ils ont rendu responsables les dirigeants des banques lorsque ces derniers ont validé des crédits qui se sont avérés insolubles. Ceci est une bonne incitation à ne pas attribuer n'importe quoi à n'importe qui et pousse donc les dirigeants à allouer le capital vers des projets plus rentables.

Une nouvelle mesure prise en 2005 est l'ouverture des marchés de capitaux aux étrangers. Dès lors, les étrangers vont pouvoir participer au financement des banques chinoises par l'achat d'action (Aglietta & Landry, 2007, p. 85). Seuls des *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII) vont avoir l'autorisation d'acheter des *A-shares*⁸. En revanche, n'importe quel étranger ou Chinois possédant un compte en devises étrangères peut acheter des *B-shares*⁹. Cette ouverture s'accompagne de l'introduction en bourse des *Big Four*. En effet, en 2005, la CCB est introduite en bourse, puis la BOC et la ICBC vont suivre en 2006 et enfin l'ABC en 2010.

Cette nouvelle étape de réformes bancaire et financière dote la Chine d'un puissant système financier étroitement contrôlé par différents régulateurs avec chacun leurs responsabilités : PBOC pour la politique monétaire, CBRC pour les banques, CSRC pour les bourses, CIRC pour les assurances, etc.

1.3.3 Un régime d'accumulation tiré par les exportations

Dans cette deuxième phase de la transition économique de la Chine, nous avons vu comment l'État a reconquis le pouvoir sur les provinces par l'intermédiaire de la réforme fiscale de 1994, mais surtout comment il a renforcé sa puissance financière grâce à un système bancaire très expansionniste et des marchés financiers contrôlés de très près. On constate que dans les années 1990, le régime de croissance sera tiré principalement par les exportations. Il est intéressant de voir le lien entre les privatisations d'entreprises d'État, les IDE et l'augmentation des exportations. On pourrait penser de manière intuitive

⁸ Titres traditionnellement réservés aux Chinois et payés en yuan.

⁹ Titres payables en devises étrangères et accessible pour les étrangers et les Chinois.

que l'État perd de la puissance dès lors qu'il privatise des entreprises d'État et donc perd le contrôle direct sur des milliers d'entreprises. Or, le gouvernement chinois a plutôt adopté une stratégie de concentration des entreprises d'État dans des secteurs stratégiques bien précis, tels que le pétrole, le charbon, les communications, la construction, l'automobile, etc. Pour résumer, l'État contrôle l'approvisionnement en ressources naturelles, la mise en réseau de tout le pays par l'intermédiaire des routes, des trains, des ports, des avions, mais aussi par l'intermédiaire d'Internet et des réseaux de téléphonie mobile, et enfin il contrôle le système financier et bancaire pour se donner les moyens de la mise en place de toutes les infrastructures requises au bon développement du territoire.

- S'en remettre au marché

À partir de 1997, le gouvernement chinois cherche à se débarrasser des entreprises d'État les moins performantes. Cette politique se résume dans le mot d'ordre suivant datant de 1995 : « garder les grandes et lâcher les petites » (Bergère, 2013, p. 84). La stratégie est donc de laisser les entreprises d'État non efficaces faire faillite en les confrontant à la « loi » des marchés. En parallèle, l'État renforce les entreprises les plus rentables et les plus stratégiques afin d'accroître d'autant plus sa puissance économique. Cette politique va accélérer l'émergence d'entreprises privées. En effet, les entreprises privées se sont développées depuis le début de la réforme, d'abord dans les campagnes avec les entreprises de bourgs et villages, puis dans les villes avec les microentreprises (*getihu*) et les entreprises privées officielles (*siying*). Ainsi, le nombre d'entreprises d'État est passé de 127 000 en 1996 à 61 300 en 1999 (Bergère, 2007, p. 231). Corrélativement, les travailleurs ont été licenciés à hauteur de six millions de personnes en 1997, sept millions en 1998, huit millions en 1999. Au total, entre 1995 et 2004, on estime que « 68 millions de personnes auraient ainsi été privées d'emploi et de salaire » (Bergère, 2007, p. 250). En 1997, 107,7 millions de Chinois travaillaient dans les entreprises d'État contre 64,4 millions en 2004 (Aglietta et al., 2012, p. 151). Enfin, en 2010, les entreprises privées

employaient 92 % de la force de travail (Aglietta et al., 2012, p. 254). Il est ainsi dit que les entreprises privées auraient absorbé la main-d'œuvre licenciée provenant des entreprises d'État les moins performantes. En atteste le taux de chômage qui n'a pas augmenté selon les statistiques, se stabilisant autour de 4,5 % environ entre 1997 et 2004.

La croissance des entreprises privées (*siying*) va très vite, passant de 3 millions en 2003 à 9 millions en 2011. Les microentreprises sont quant à elle passées de 23,5 millions en 2003 à 36 millions en 2011 (Bergère, 2007, p. 267) (Bergère, 2013, p. 85 et 86). On constate tout de même une prédominance du secteur étatique. En effet, « les principales entreprises d'État ont fait, en 2008, 77 % des profits de l'industrie chinoise dans son ensemble » (Godement, 2012, p. 98). Pour concrétiser d'autant plus la mainmise de l'État sur ses entreprises, il va créer en 2003 la *State-owned Assets Supervision and Administration Commission* (SASAC) qui a pour objectif de gérer les avoirs de l'État. La SASAC va renforcer le contrôle et la régulation des entreprises d'État.

À présent, voyons brièvement le développement des IDE en Chine qui ont aidé massivement à intégrer la Chine dans le commerce mondial.

- Investissements directs étrangers (IDE)

Les IDE ont connu un essor très important entre 1992 et 1998 pour ralentir jusqu'à l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001. L'entrée à l'OMC a relancé le flux d'IDE jusqu'en 2005 (Aglietta et al., 2012, p. 186). Les régions ayant le plus grand nombre de ZES sont celles qui ont attiré le plus d'IDE.

Comme nous l'avons dit plus haut, dès le début de la réforme, la Chine a ouvert quatre zones économiques spéciales (ZES) pour attirer les capitaux étrangers. En 1984, quatorze villes côtières sont devenues des ZES, dont Tianjin, Shanghai ou encore Wenzhou. Aujourd'hui de nombreuses villes ont acquis des statuts particuliers. Il y a des *Economic and technological development zone* (ETDZ), des *Export processing zone* (EPZ), *Free-trade zone* (FTZ), *High-tech industrial development zone* (HIDZ), *Taiwanese investment zone* (TIZ), *National tourist and holiday resort* (THR) et encore une *National border and economic*

cooperation zone (BECZ). En 2004, la Chine comptait 3837 zones « à statut dérogatoire » (Pelletier & Anquetil, 2006, p. 188).

Les investissements directs étrangers en Chine sont « triplement concentrés » (Pelletier & Anquetil, 2006, p. 187). Ils le sont tout d'abord par secteur. En effet, 43,2 % des IDE sont concentrés dans l'industrie et 20,9 % dans l'immobilier en 2015¹⁰. Ils le sont ensuite par pays investisseurs. C'est en grande majorité Hong Kong (73,4 %), Singapour (5,5 %), Taiwan (3,5 %), la Corée du Sud (3,2 %), le Japon (2,5 %) ou encore les États-Unis (2,0 %) qui sont responsables de la quasi-totalité des IDE en Chine. Enfin, les IDE sont concentrés sur les provinces côtières et notamment Guangdong, Jiangsu, Fujian, Shanghai et Shandong qui à elles cinq concentrent plus de la moitié des IDE dirigés vers la Chine (Pelletier & Anquetil, 2006, p. 187).

Un rapport de la Banque Mondiale datant de 2015 avance que les ZES ont contribué à 22 % au PIB chinois, attirant 45 % des IDE et responsable de 60 % des exportations chinoises¹¹. Un des liens existants entre les IDE et les exportations repose ainsi sur le fait que les ZES sont des zones très attractives pour les IDE tout en participant grandement aux exportations de la Chine. Certaines entreprises étrangères qui s'installent en Chine ne sont là que pour produire puis exporter vers leur pays d'origine ou bien ailleurs dans le monde. De plus, des entreprises de hautes technologies ont pour obligation de transmettre leur technologie aux compagnies chinoises afin que ces dernières deviennent plus compétitives dans le but en partie de conquérir de nouveaux marchés mondiaux.

Aglietta explique que « les gouvernements locaux ont réservé des terrains et assuré des avantages fiscaux pour créer des emplois et des revenus à l'exportation »

¹⁰ Site officiel de la BNP Paribas. Repéré à https://www.tradesolutions.bnpparibas.com/fr/implanter/chine/investir?accepter_cookies=oui (Consulté le 4 mai 2016)

¹¹ World Bank (2015) China's special economic zones. Repéré à <http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/Event/Africa/Investing%20in%20Africa%20Forum/2015/investing-in-africa-forum-chinas-special-economic-zone.pdf> (Consulté le 4 mai 2016)

(Aglietta et al., 2012, p. 184). De fait, les IDE se sont concentrés sur l'industrie dans le cadre d'une stratégie commerciale d'*export-processing trade*. Le *processing trade* signifie que la Chine importe des biens intermédiaires pour les transformer en produits destinés à la consommation. Elle fait donc partie d'une chaîne de montage mondialisée. Les exportations chinoises sont pour plus de la moitié le résultat du *processing trade* (Aglietta & Landry, 2007, p. 21).

- Exportations

Dès le départ de la réforme, la Chine a essayé de développer ses exportations comme l'ont fait avant elle Taiwan ou Hong Kong. Plusieurs raisons expliquent l'importance des exportations dans le modèle de développement chinois. Tout d'abord, les IDE et la volonté de participer au commerce mondial ont joué en faveur de la Chine. En effet, les stratégies de développement industriel que la Chine a employées tout au long de la réforme sont d'abord une stratégie de substitution aux importations puis un modèle d'industrialisation par la promotion des exportations. Elle a donc importé les technologies plutôt que les produits finis dans le but de développer par elle-même ses propres productions, pour ensuite être compétitive sur les marchés mondiaux. Cette stratégie s'est en grande partie déployée dans les *joint-ventures*¹². C'est-à-dire qu'une entreprise étrangère devait pour pouvoir s'installer en Chine partager ses connaissances avec l'entreprise chinoise avec laquelle elle formait une *joint-venture*. Cette pratique a permis à la Chine d'acquérir de nombreuses connaissances techniques et technologiques.

La Chine a aussi développé ses exportations en voyant que ça pouvait être extrêmement rentable à partir du moment où le yuan s'est déprécié par rapport au dollar. Passant de 1,5 yuan pour un dollar en 1980 à 3,5 yuans en 1986 et enfin à 8,3 yuans en 1995. Ses bénéfices se sont donc multipliés automatiquement. Ainsi, selon le Bureau National des Statistiques chinoises (NBS), la Chine exportait pour environ 27,3 milliards de

¹² Association d'entreprises étrangères avec des entreprises chinoises.

dollars US en 1985, 149 milliards en 1995, 266 milliards en 2001, 1431 milliards en 2008 et 2209 milliards en 2013¹³. La croissance de la Chine est donc tirée en grande partie par les exportations qui valent pour 20 à 35 % du PIB entre les années 1990 et 2000.

De plus, les exportations ont apporté une sorte d'équilibre au fait que les droits sociaux n'étaient plus assurés par l'État, car la croissance qui découle des exportations vient directement enrichir une partie de la population, compensant ainsi une mauvaise sécurité sociale. Parallèlement, les exportations ont révélé quelques contradictions et limites dans ce régime d'accumulation. La première est le fait que le taux de change ne se réévalue pas en faveur d'une augmentation du cours du yuan qui permettrait aux Chinois d'avoir un meilleur pouvoir d'achat par rapport aux importations (Aglietta et al., 2012, p. 194). L'autre anomalie est le surexcédent commercial qui a atteint 8% du PIB en 2007. Ce surexcédent s'explique par la consommation européenne et américaine des produits chinois et amène une fragilité dans le régime d'accumulation (Aglietta et al., 2012, p. 197), car de fait, quand la crise de 2008 arrive et fait baisser les exportations de la Chine, c'est l'équilibre du régime d'accumulation qui est remis en cause.

2. COMPRENDRE LA CHINE POST-2008

2.1 La crise économique mondiale de 2008

La crise immobilière étatsunienne qui a éclaté en 2007-2008 et qui s'est vite transformée en crise financière a eu un impact sur le monde entier. La Chine, même si elle a été plutôt épargnée comparée aux pays de l'OCDE, n'en a pas moins subi des conséquences néfastes qui l'ont fait se questionner quant à sa stratégie de développement.

¹³ Site officiel du NBS. Repéré à <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2014/indexeh.htm> (Consulté le 7 mai 2016)

2.1.1 Conséquences de la crise sur la Chine

Quelles ont été les conséquences de la crise globale sur la Chine ? La Chine n'a été touchée par la crise qu'à partir d'octobre 2008 et cela s'est traduit par une baisse de la croissance au quatrième trimestre ainsi que dans la baisse des exportations et des importations. Si l'on découpe la croissance chinoise par trimestre, on s'aperçoit qu'au premier trimestre 2008 (Q1) le taux de croissance est de 10,6 %, au Q2 à 10 %, au Q3 à 9 % et enfin au Q4 à 6,8 %. De plus selon les statistiques du Bureau national des Statistiques chinois, les exportations sont passées de 1431 milliards en 2008 à 1202 milliards de dollars américains en 2009. Soit une baisse de plus de 15 % d'une année sur l'autre. Si l'on regarde plus précisément, les exportations ont baissé de 17,5 % pour le mois de janvier 2009 et de 25,7 % en février 2009. En ce qui concerne la balance commerciale, celle-ci est restée positive autour des 300 milliards de dollars, car les importations ont diminué en parallèle des exportations (Whalley et al., 2009, p. 6).

Du point de vue des marchés financiers, la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a enclenché une panique des banques dans le monde entier et surtout des banques qui avaient acheté des produits dérivés pourris ou bien qui possédaient des obligations de Lehman Brothers. Car du jour au lendemain, Lehman Brothers ne pouvait plus rembourser ses créanciers. S'ensuit un *credit crunch* (baisse de crédit) interbancaire, car aucune banque ne fait confiance aux autres pour prêter de l'argent, ce qui entraîne une contraction générale mondiale du crédit. De ce point de vue, la Chine s'en sort très bien, car les banques chinoises ne possédaient que très peu d'obligations et de produits dérivés américains. Pour ne prendre que quelques exemples rapportés par Lin Ai au *Conference Board of Canada*, la banque ICBC ne possédait que 152 millions de dollars d'obligations de Lehman Brothers, *Bank of China* en possédait 76 millions, la *China Merchants Bank* et la *Bank of Communication* en avait pour 70 millions de dollars. Pour la *Bank of Communication*, 70 millions de dollars représentent 0,02 % de ses actifs totaux (Ai, 2008). Un montant qui ne peut en aucun cas faire peser un risque systémique sur ces banques.

Dirk Schmidt rapporte qu'il y a tout de même eu des répercussions négatives sur l'économie chinoise, telles qu'une perte de dizaines de milliers d'emplois et la faillite de milliers d'entreprises (Schmidt, 2009, p. 2). Toutefois il ne précise pas exactement les conséquences sur le chômage et le genre d'entreprise que c'était. En revanche, Schmidt rappelle qu'à partir d'octobre 2007, c'est deux tiers des valeurs de marché qui ont été anéanties (« *wiped out* »). Il n'attribue pas cette chute spectaculaire uniquement à la crise des *subprime*, mais il pense qu'elle y a contribué.

2.1.2 Réaction de l'État

Comment le gouvernement chinois a-t-il répondu à cette crise et quels problèmes ses interventions ont-elles engendrés ?

Comme l'écrit Marie-Claire Bergère : « Le plan de relance chinois se distingue par son ampleur financière (4000 milliards de yuans, soit 586 milliards de dollars), par l'extrême rapidité avec laquelle il est décidé (dès l'hiver 2008) et exécuté, ainsi que par le succès qu'il remporte » (Bergère, 2013, p. 40). Arrêtons-nous d'abord sur la première proposition avant de nuancer le « succès qu'il remporte ».

Commençons par la taille du plan de relance, il s'élève à 586 milliards de dollars, soit environ 13 % du PIB chinois de 2008. En comparaison, les Américains ont fait deux plans pour un total de 1700 milliards de dollars, soit environ 11,5 % du PIB étatsunien. On mesure l'ampleur du plan de la Chine qui n'a pas été touchée au même niveau que les États-Unis et qui a pourtant lancé un plan de relance supérieur en pourcentage du PIB. Une interprétation possible est que la Chine a été touchée au cœur d'un de ces deux moteurs de croissance, à savoir les exportations. En réponse à cela, elle a décidé de diriger l'argent vers son deuxième moteur de croissance, à savoir l'investissement. Et pour cause, on observe que la part des investissements chinois dans le PIB n'a fait qu'augmenter depuis 1997, « passant de 32 % à 46 % ; l'adoption du plan de relance a encore accru son importance, portant cette part au niveau exceptionnellement élevé de 50 % » (Bergère, 2013, p. 251).

Comment ce plan a-t-il été financé ? Aglietta explique que le plan a été financé au deux tiers par du crédit bancaire (Aglietta et al., 2012, p. 175). L'État central a fourni 1200 milliards de yuans sur les 4000 milliards. Il a mis en place une série de projets d'infrastructure dont l'exécution revenait aux gouvernements locaux. Il y a ainsi eu un transfert d'argent entre le gouvernement central et les gouvernements locaux, mais ces derniers ont manqué de fonds pour mettre en œuvre les projets d'infrastructure et ont dû chercher l'argent par de la dette hors bilan. Le résultat a été la création par les gouvernements locaux de 8800 UDIC¹⁴ (*Urban development investment corporations*) en seulement un an et demi à compter de novembre 2008. Ce type de financement a entraîné une forte hausse de l'endettement local qui a été estimé à 10 500 milliards de yuans fin 2010 (Aglietta et al., 2012, p. 176). Les gestionnaires se doivent d'être prudents et espérer que les prix de l'immobilier ne baissent pas, car cela entraînerait une hausse des prêts non performants possédés par les banques publiques.

Suite à ce plan de relance, il y a eu une augmentation de la masse monétaire de 53 % en deux ans (Bergère, 2013, p. 245). Ce qui a entraîné des niveaux d'inflation très importants. Cette inflation était aussi alimentée par une « importance du surplus commercial, [un] afflux des investissements étrangers (105 milliards de dollars en 2010), [un] renchérissement des importations de matières premières et de produits énergétiques » (Bergère, 2013, p. 245). En 2008, l'inflation a grimpé à 8,4 % pour chuter à -1,2 % en 2009 et remonter jusqu'à 5,5 % en 2011. L'inflation s'est finalement stabilisée autour de 2 à 3 % de 2013 à 2015. De hauts niveaux d'inflation peuvent inquiéter le gouvernement si ceux-ci entraînent du mécontentement au sein de la population. Notamment si l'inflation touche les biens alimentaires comme cela s'est produit avec une inflation de 14 % entre 2010 et 2011 (Bergère, 2013, p. 246). L'inflation devient aussi problématique quand elle fait en sorte que les dépôts bancaires des particuliers

¹⁴ « On peut les comparer aux véhicules spéciaux d'investissement utilisés par les banques d'investissement pour financer la titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis. Ces sociétés obtiennent des crédits bancaires contre des terres, réservées au développement immobilier, et transférées par les autorités locales en collatéral des prêts. Elles prêtent à leur tour l'argent aux collectivités locales. » (Aglietta et al., 2012, p. 155)

deviennent négatifs en termes réels. Cela signifie qu'il en coûte aux particuliers de laisser leur argent dans les banques, ce qui est une source potentielle de mécontentement populaire. Pour éviter cela, la Banque populaire de Chine a pris des mesures à partir de 2010 pour enrayer l'inflation. En effet, elle a augmenté à plusieurs reprises les taux d'intérêt et les niveaux de réserves obligatoires des banques afin que celles-ci limitent leur offre de crédit. Les réserves obligatoires sont allées jusqu'à des taux de 21,5 % pour les grandes banques et 19,5 % pour les petites (Aglietta et al., 2012, p. 176).

Il apparaît que globalement, le plan de stimulation chinois a été bon pour le pays au moins pour maintenir sa croissance restée plutôt stable en moyenne entre 2008 et 2011 (autour des 9 %). Toutefois, l'augmentation des niveaux d'endettement des gouvernements locaux peut à long terme entraîner des problèmes, surtout en cas de non-remboursement, ce qui créerait des prêts non performants qui peuvent coûter cher quand les risques se matérialisent.

2.2 Type de crise

L'approche régulationniste nous amène à nous questionner sur l'ampleur d'une crise. Comme nous l'avons vu au chapitre précédent, il existe des petites crises, des grandes crises, des crises structurelles, etc. Dans quelle catégorie peut-on placer la crise de 2008 pour la Chine ? Il apparaît que parce que cette crise a touché le cœur du régime de croissance chinois, à savoir les exportations, elle a, par la même occasion, forcé le PCC à réfléchir sérieusement à un autre régime d'accumulation. Nous avons vu que Robert Boyer parle de régime d'accumulation tiré par la concurrence. Cela signifie que la forme institutionnelle « concurrence » est placée au-dessus du rapport salarial. Or déjà avant la crise de 2008, le PCC réfléchissait à opérer une transition de son économie vers un régime de croissance tiré par la consommation. Pour ce faire, il est indispensable d'augmenter les salaires des Chinois. Or, on observe que la part des salaires dans le PIB est passée de 55 % en 2000 à 48 % en 2008 (Aglietta et al., 2012, p. 238). Malgré le fait que les salaires réels des Chinois augmentent, leur part dans le PIB diminue, ce qui entraîne une diminution

relative de la consommation. En effet, la part de la consommation dans le PIB était de 56,9 % en 2003 pour tomber à 47,4 % en 2010 (Aglietta et al., 2012, p. 285). La crise de 2008 a accéléré la volonté de transition vers un nouveau régime d'accumulation où le rapport salarial serait prioritaire sur les autres formes institutionnelles. Ce nouveau régime trouvera sans doute de nombreuses ressemblances avec la période fordiste en France. À savoir que les Chinois obtiendraient de plus en plus de droits sociaux, chômage, santé, retraite, ce qui les rendra probablement plus enclins à consommer et moins à épargner. C'est du moins le pari que prend le PCC dans son 13e plan quinquennal (2016-2020), car le taux d'épargne en 2008 était de 50%¹⁵, ce qui isole de la consommation la moitié des revenus.

Un autre indicateur intéressant est la réduction des inégalités en Chine depuis 2008. Cet indicateur peut être annonceur d'un nouveau régime d'accumulation qui pourrait être plus égalitaire. Ainsi, les inégalités mesurées par le coefficient de Gini sont passées de 0,491 en 2008 à 0,469 en 2014¹⁶. Cela reste néanmoins un fort niveau d'inégalité, mais la tendance à la baisse est plutôt bon signe. Surtout, cette nouvelle tendance baissière rompt radicalement avec la période précédente de 1980 à 2008 où les inégalités ont augmenté énormément.

Si l'on observe la forme institutionnelle « monnaie », la crise a dans un premier temps fait faire un retour en arrière à la banque centrale, en ancrant à nouveau le yuan sur le dollar à partir de juillet 2008 jusqu'à juin 2010 (Aglietta et al., 2012, p. 198). La PBOC revient ainsi pendant deux ans au système d'avant 2005. Dès 2009, la banque centrale met en place un « système pilote de facturation et de règlement du commerce extérieur en yuan » (Aglietta et al., 2012, p. 213) à Hong Kong. C'est la naissance du marché CNH (Chinese Yuan Hong Kong) qui est un marché dont les actifs financiers s'échangent en yuan

¹⁵ Perspective Monde. Université de Sherbrooke. Repéré à <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/CHN/fr/NY.GDS.TOTL.ZS.html> (Consulté le 11 mai 2016)

¹⁶ Peopledaily (2015, 21 janvier). Chine : baisse du coefficient de Gini en 2014. Repéré à <http://french.peopledaily.com.cn/n/2015/0121/c31355-8838708.html>.

offshore. Pour la première fois, on va avoir un taux de change entre le dollar et le yuan continental et un taux de change entre le dollar et le yuan offshore. L'importance du yuan comme monnaie internationale dépend directement de son niveau d'utilisation pour régler les importations. Ainsi, l'annonce le 26 décembre 2011 du Japon et de la Chine de ne commercer qu'en yuan et en yen et non plus en dollar va dans le sens de l'internationalisation du yuan (Aglietta et al., 2012, p. 218).

L'internationalisation continue en juillet 2010, quand les régulateurs décident de rendre convertible le yuan pour les non-résidents sur le marché offshore de HK. Puis, en juin 2011, avec la décision de la PBOC de mettre en place « une nouvelle réglementation sur les IDE transfrontaliers » (Aglietta et al., 2012, p. 219). Cette réglementation va permettre aux compagnies étrangères et aux compagnies chinoises enregistrées à HK ayant accumulé du yuan *offshore* de le réinvestir directement en Chine continentale sous forme d'IDE. De fait, il y a eu une augmentation des dépôts en yuan *offshore*.

À partir du 19 juin 2010, la banque centrale est revenue au système qui existait entre 2005 et 2008, sauf que la bande de fluctuation du yuan sur un panier de devises étrangères sera de plus ou moins 0,5 % (contre plus ou moins 0,3 % de 2005 à 2008). Ce niveau sera porté à plus ou moins 1 % en mai 2012. Dans les faits, la PBOC aura toujours le contrôle du yuan, ce qui lui donne le pouvoir d'empêcher la spéculation sur le yuan. Si des spéculateurs parient à la hausse ou à la baisse, ils savent qu'ils ne sont pas à l'abri d'un retournement du cours décidé politiquement. C'est aussi la *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE) qui permet un contrôle de la valeur du yuan, car cette entité possède des réserves massives de devises étrangères qui peuvent être mobilisées contre les spéculateurs par une intervention puissante sur les marchés financiers (Aglietta et al., 2012, p. 210). Ainsi, tout en se libéralisant, la monnaie chinoise reste très bien protégée par la puissance publique.

On observe donc que la crise de 2008 a enclenché des mécanismes qui peuvent parfois nous paraître contradictoires. Dans un premier temps, le gouvernement reprend le contrôle direct de sa monnaie pour tenter de stabiliser ses exportations avec les États-

Unis et l'Europe. En parallèle, le marché des yuans *offshore* s'ouvre à Hong Kong, allant dans le sens d'une internationalisation du yuan. Puis il y a une accélération du mouvement d'internationalisation du yuan qui s'accompagne d'un filet de protection public conséquent afin de se protéger contre les spéculateurs. Ces développements font de la trajectoire du capitalisme chinois une trajectoire singulière riche d'enseignement pour les pays les plus financiarisés aujourd'hui. Le plan de relance de 4000 milliards de yuans a relancé la part de l'investissement dans le PIB tout en multipliant les dettes des gouvernements locaux qui peuvent devenir problématiques si ces dettes deviennent des prêts non performants. Enfin, la baisse des exportations vient s'en prendre au cœur du régime de croissance chinois d'avant 2008, ce qui pousse la politique économique et sociale à aller dans le sens de plus de droits pour les travailleurs et donc à la réaffirmation de la nécessité de placer le rapport salarial au-dessus de la concurrence dans la hiérarchie institutionnelle régulationniste.

À ce niveau d'étude, il apparaît raisonnable de penser que la crise de 2008 a enclenché pour la Chine une transition du régime de croissance qui nous amène à penser que c'est une crise du régime d'accumulation. En effet, celui-ci se voit chamboulé lorsque le ralentissement des exportations vient déséquilibrer le niveau de croissance du pays, ce qui se répercute négativement sur le rapport salarial. Une transition plutôt douce vise donc à augmenter la consommation intérieure en augmentant les salaires directs et indirects des Chinois. Cela devrait à terme placer le rapport salarial au-dessus des autres formes institutionnelles et ainsi enclencher un nouveau régime d'accumulation avec certaines caractéristiques fordistes.

2.3 Le régime écologique appliqué à la Chine : une autre crise ?

Nous aimerions dans cette dernière partie amener un concept expérimental dont nous avons détaillé un peu les modalités dans le chapitre précédent, à savoir le régime écologique. Comment celui-ci peut s'appliquer à la Chine et représente-t-il une contrainte réelle pour la politique économique ?

Si l'on s'accorde pour dire que le régime écologique peut être élevé au rang de forme institutionnelle, il aura fallu attendre le 12e plan quinquennal (2011-2015) pour mettre au cœur des préoccupations chinoises la dégradation de l'environnement. Quelles sont les raisons qui ont poussé le gouvernement à s'intéresser à l'environnement ?

Partons de la question sociale d'abord. La Chine produit le quart des émissions mondiales de CO₂. La pollution de l'air entraîne des maladies respiratoires importantes pouvant causer la mort prématurée de millions de Chinois. Un article du New York Times datant d'avril 2013 révèle que 1,2 million de Chinois sont morts prématurément de maladie respiratoire en 2010¹⁷. L'impact social est donc immense. De telles conséquences mettent en marche le système de santé, la recherche fondamentale, l'industrie pharmaceutique, etc. qui peuvent être source de croissance pour la Chine. En 2014, la Chine a donc « déclaré la guerre à la pollution¹⁸ ». Elle se donne pour objectif de réduire les PM₁₀ et PM_{2,5} qui sont des matières particulaires de 10 et 2,5 micromètres respectivement. Pour ce faire, des mines de charbon ont été fermées et de vieilles voitures ont été retirées de la circulation, entre autres.

La pollution touche aussi les fleuves et les rivières. Du coup, le gouvernement a lancé l'« *Action Plan for Water Pollution Prevention and Control*¹⁹ » en avril 2015 pour nettoyer les eaux contaminées. Ce genre de plan vient influencer directement les processus de production dont les usines devront respecter des normes plus sévères relatives à leurs déchets déversés dans l'eau. En 2014, le gouvernement a annoncé qu'il dépenserait 275 milliards de dollars pour nettoyer l'air sur cinq ans, et 333 milliards pour nettoyer les eaux polluées (Albert & Xu, 2016).

D'un point de vue économique, le secteur des énergies renouvelables deviendra un secteur porteur de croissance à long terme. En 2014, la Chine a dépensé 90 milliards

¹⁷ Wong, Edward (2013, 1er avril). Air pollution linked to 1,2 million premature deaths in China. The New York Times. Repéré à http://www.nytimes.com/2013/04/02/world/asia/air-pollution-linked-to-1-2-million-deaths-in-china.html?_r=0

¹⁸ Ningzhu, Zhu (2014, 5 mars). Xinhua Insight: China declares war against pollution. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/special/2014-03/05/c_133163557.htm

¹⁹ Wang, Yamei (2015, 16 avril). Xinhua Insight: China struggles to control water pollution. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-04/17/c_134157911.htm

de dollars en énergie renouvelable (Albert & Xu, 2016), faisant d'elle un des plus gros investisseurs dans ce secteur. Ils investissent dans les éoliennes ou encore dans des panneaux photovoltaïques à la pointe de la technologie.

Le régime écologique a un impact direct sur l'industrie automobile avec la construction de voitures électriques. La Chine souhaite dépasser les États-Unis et devenir le premier vendeur de voitures électriques. Elle aurait vendu plus de 170 000 voitures électriques en 2015²⁰ contre environ 180 000 pour les États-Unis. Ces nouveaux produits viennent modifier le rapport salarial, car la consommation est un des indicateurs du rapport salarial et donc la consommation orientée vers des biens écologiquement responsables (du moins plus responsables que les voitures traditionnelles) devient de plus en plus importante en Chine.

Cette partie sur le régime écologique vise surtout à poser des questions plutôt qu'à donner des réponses. À la vue des quelques arguments qui ont été avancés ici, il apparaît plutôt clair que le régime écologique a eu, a, et aura un impact décisif sur la politique économique de la Chine. Nous pouvons dire que nous vivons une crise écologique quand des millions de Chinois sont déjà morts prématurément à cause de maladies respiratoires. Cette crise ne peut être réglée qu'à long terme et au prix d'une volonté politique accrue, car les moyens financiers à mettre en œuvre sont extraordinaires. On peut d'ores et déjà se demander si la politique écologique sera à la hauteur des défis qui s'imposent à la Chine. De quelles autres façons le régime écologique influence-t-il les autres formes institutionnelles ? Comment placer cette forme institutionnelle dans la hiérarchie institutionnelle régulationniste ? L'humanité parviendra-t-elle à produire de manière écologiquement responsable afin de maintenir notre écosystème compatible avec la vie humaine ? L'histoire finira par répondre à ces questions, en attendant nous devons nous efforcer de poser les bonnes questions.

²⁰ An (2015, 6 décembre). China to become world's No.1 electric car market. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-12/06/c_134890154.htm

Conclusion

La Chine est venue de loin pour être aujourd'hui la deuxième puissance économique mondiale. Elle est passée d'une économie dirigée à une économie en partie dirigée. La première étape de la réforme a connu plus de gagnants que de perdants, tandis que dans la seconde étape de la réforme, les inégalités se sont accrues de manière spectaculaire. De 1994 à 2008, le système financier « a fait pencher la structure de l'investissement du côté de l'intensité capitalistique » (Aglietta et al., 2012, p. 293) au détriment des travailleurs. La crise de 2008 vient rappeler l'importance de mieux répartir les investissements vers des activités de services intensives en travail.

Dans le prochain chapitre, nous analyserons la crise de l'été 2015 sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen dans le but de mieux comprendre le fonctionnement des marchés financiers chinois post-2008.

CHAPITRE III - LE KRACH CHINOIS DE L'ÉTÉ 2015²¹

L'été 2015 a connu de grandes secousses sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen en Chine continentale. Ce petit krach intervient dans un contexte de ralentissement général de l'économie chinoise qui a connu une phase de libéralisation progressive depuis 1978. Cette libéralisation de l'économie s'accompagne d'une libéralisation financière destinée à soulever des masses de capitaux épargnés par les Chinois. Comme on l'a vu au chapitre précédent, les Bourses de Shanghai et de Shenzhen qui ont (ré)ouvert en 1990 et 1991 respectivement (Bergère, 2007, p. 230) sont segmentées en actions A (*A-shares*) et en actions B (*B-shares*). Les *A-shares* peuvent être échangées en yuan par des investisseurs chinois principalement. Seuls les étrangers ayant obtenu le statut de *Qualified Foreign Institutional Investors* peuvent acheter et vendre des *A-shares*. Quant aux *B-shares*, seuls les étrangers ou les Chinois possédant un compte en devises étrangères peuvent les échanger. Le krach de l'été 2015 a été une crise de liquidité sur les marchés d'actions A, donc détenues majoritairement par des Chinois.

En Chine, les deux bourses ainsi que les agences de régulation se sont développées par étape. Ce processus de libéralisation a été relativement lent et jusqu'à présent plutôt prudent. La réforme bancaire de 1995 a fait de la Banque populaire de Chine la banque centrale qui sera désormais responsable de la politique monétaire ainsi que de la supervision du système financier (Bergère, 2013, p. 24). Cette dernière ne pourra plus accepter de dépôts ou fournir de prêts. De fait, ces tâches seront confiées aux *Big Four* qui sont l'*Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), l'*Agricultural Bank of China* (ABC), la *China Construction Bank* (CCB) et la *Bank of China* (BOC). À elles seules, ces quatre banques contrôlent la moitié de tous les actifs bancaires. Les Chinois déposent encore leur épargne majoritairement dans ces banques publiques. En effet, c'est 80% de l'épargne

²¹ Ce chapitre a fait l'objet d'un article (*Le krach chinois de 2015 d'un point de vue régulationniste*) qui n'a pas encore été publié.

chinoise qui est placée dans les cinq premières banques de Chine (Aglietta et al., 2012, p. 320). Ces banques représentent la puissance financière que s'est donnée le gouvernement chinois pour tout type d'investissement en Chine et à l'étranger. En plus de celles-ci, à partir de 1994, sont créées trois banques de développement (*policy banks*) que sont l'*Agricultural Development Bank of China* (ADBC), la *China Development Bank* (CDB) et l'*Export-Import Bank of China*. Ce qui est intéressant en Chine est le fait qu'une grande partie de la libéralisation du système financier s'est faite en dehors des canaux officiels de financement. En effet, « les prêts consentis aux PME privées représentent moins de 4% des sommes avancées par trois des Quatre Grandes. » (Bergère, 2013, p. 97), ce qui veut dire que les PME ont dû chercher du financement par d'autres canaux. Les Bourses de Shanghai et de Shenzhen font partie de ces canaux, mais en fait entre 1990 et 2003, il n'y a eu que 7% des introductions en bourses qui ont été réalisées par des entrepreneurs privés (Bergère, 2013, p. 97). Il s'est ainsi développé de plus en plus de réseaux informels d'emprunts pour ces entrepreneurs.

La *China Banking Regulatory Commission* (CBRC) a été créée en 2003 dans le but de maîtriser les risques liés au secteur bancaire. Cela va permettre à la banque centrale de se concentrer plus sur le pilotage des taux d'intérêt afin de réguler la macroéconomie (Aglietta & Landry, 2007, p. 88). La CBRC devra faire appliquer les accords de Bâle I à partir de 2007 et les accords de Bâle III seront mis en place entre 2013 (pour les banques systémiques) et 2016 (pour les autres banques). En réalité, la CBRC impose des règlements plus restrictifs que les accords de Bâle (Aglietta et al., 2012, p. 317).

Suite à la crise de 2008, l'économie chinoise a ralenti à cause de la baisse de ses exportations ayant atteint 25% en 2009 (Boisseau Du Rocher, 2009, p. 10). Ce ralentissement a poussé la Chine à développer de nouveaux outils financiers et à passer notamment par le système du *shadow banking* pour soulever des capitaux. François Godement explique que : « la libéralisation est donc à la fois une perte d'autorité subie, et un processus par défaut - tout ce qui n'est pas interdit est au moins toléré » (Godement, 2012, p. 65). C'est ce qu'on constatera avec le développement du *shadow banking*. Ainsi, comme on l'a dit au chapitre 1, il faut comprendre le terme de « libéralisation financière »

comme l'a très bien résumé Bourguinat dans les trois « D » : déréglementation ; décloisonnement ; désintermédiation (Bourguinat, 2004, p. 77). Ces étapes ont pour but de diriger la Chine de plus en plus vers un système de marché. C'est en réalité une partie du travail du groupe dirigeant chargé de l'approfondissement des réformes qui a été institué²² en 2013 et dont Xi Jinping est le président (Cabestan, 2014, p. 162).

Malgré le fait que cette libéralisation soit accompagnée d'un système fort de régulation, la formation d'une bulle financière a été observée en 2015²³ et toute bulle finit par éclater à un moment ou un autre. Comment cette bulle s'est-elle formée et pour quelles raisons ?

De la théorie de la régulation, nous retiendrons dans ce chapitre que la politique économique peut prendre deux formes : il y a la politique économique en régime et la politique économique en transition de régime (Lordon, 2002, p. 200). Cette dernière vient réaffirmer la supériorité de la forme État sur les autres formes institutionnelles, ce qui nous intéresse dans ce cas précis où l'État est intervenu massivement suite au krach. En « régime », la politique économique de l'État chinois consiste à libéraliser de plus en plus les structures économiques par le biais de privatisation et de déréglementations. Cette politique découle du fait que « le régime de croissance de la Chine est bâti sur la base d'un *compromis implicite* : « un niveau de vie plus élevé en échange du monopole politique du Parti communiste » (Boyer, 2015, p. 240). Tant que le Parti communiste chinois (PCC) continuera d'enrichir non seulement les masses, mais surtout les élites détenant « à la fois le pouvoir politique et la capacité d'allocation des ressources économiques dans le but de canaliser l'évolution de la société », il se maintiendra au pouvoir.

Robert Boyer explique que le « *régime d'accumulation tiré par la concurrence* génère trois déséquilibres majeurs » : 1) accroissement des inégalités sociales réduit par le dynamisme de la croissance ; 2) augmentation des mauvais prêts simplement pour

²² *Central Leading Group for Comprehensively Deepening Reforms* 中央全面深化改革领导小组

²³ Ce n'est pas la seule bulle depuis le début de la libéralisation de la Chine (on pense notamment à la bulle immobilière) mais nous n'analyserons que la dernière bulle dans ce travail.

soutenir la croissance ; 3) « le gouvernement central doit maîtriser la *surcapacité permanente* et soutenir un taux de croissance élevé afin d'absorber le flux de travailleurs migrants des zones rurales vers les zones urbaines²⁴. » Tous ces déséquilibres sont liés à la volonté d'augmenter ou de maintenir en permanence un certain niveau de croissance, ce qui va expliquer en partie certains développements qui ont eu lieu sur les marchés financiers lors de cette crise.

Alors que pour le gouvernement chinois, ce krach est lié aux erreurs de certains individus ou certaines compagnies qui n'auraient pas respecté la loi. Que pour les néoclassiques, l'erreur revient au contrôle trop important de l'État dans les marchés financiers et du fait que les prix ne reflètent pas la valeur « fondamentale » des actions, car le marché est trop imparfait. Dans la perspective régulationniste, nous pensons plutôt que ce krach est l'expression de contradictions intrinsèques du capitalisme chinois dans une étape de financiarisation de l'économie qui n'est encore qu'au début. On peut penser que plus les réformes orientées vers les marchés et plus l'ouverture sur le monde seront importantes et plus la financiarisation de l'économie chinoise ira loin. Dans cette perspective, nous pensons que le krach de cet été n'est qu'une première étape de démonstration de l'instabilité financière qui vient dans tout système financier ayant des tendances à la libéralisation. Ainsi, pour rappel, notre hypothèse est que plus les marchés financiers se libéralisent et plus l'instabilité financière est grande.

Nous tenterons de démontrer notre hypothèse en montrant de quelles façons les mesures de libéralisation de la finance ont pu être des facteurs d'instabilité pour les marchés financiers et donc pour l'économie chinoise. Dans un premier temps, nous montrerons comment cette dernière bulle s'est mise en place et quels en sont les principaux acteurs. Puis, nous étudierons l'intervention de l'État pour tenter de contrer cette crise. Enfin, nous analyserons brièvement la suite de la libéralisation financière de la Chine.

²⁴ Voir l'article de Boyer pour plus de détails sur les déséquilibres occasionnés par ce régime d'accumulation tiré par la concurrence en Chine (Boyer, 2015, p. 249)

1. MISE EN PLACE

La Chine a connu entre le 12 juin et le 8 juillet 2015, une baisse de valeur financière spectaculaire sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen. Le Shanghai Stock Exchange Composite (SSEC) clôturait à 5166.35 le 12 juin et a chuté jusqu'à 3507.19 le 8 juillet, soit une chute de plus de 30% (cf. Figure 1). Quant au Shenzhen Stock Exchange (SZSE), celui-ci affichait un indice de 3140.66 pour atterrir à 1970.86 pour les mêmes dates, ce qui est encore plus impressionnant (cf. Figure 2). Cette chute aurait fait perdre environ 15 trillions²⁵ de yuans²⁶ de valeur de fonds propres en mois d'un mois. Cette première partie discute des causes et conséquences de cet effondrement.

Figure 1 : Shanghai Stock Exchange Composite Index



Source : Bloomberg. Repéré à <http://www.bloomberg.com/quote/SHCOMP:IND> (Consulté en mars 2016)

²⁵ « Trillion » sera utilisé dans ce travail au sens anglicisé de 10^{12} soit mille milliards.

²⁶ Jiang Fei, Zhang Yuzhe, Yang Gang, Yue Yue, Zhang Yu, Wu Hongyuran. (2015, 28 juillet). Villain or Hero for stock market saga?. Caixin online. URL : <http://english.caixin.com/2015-07-28/100833788.html>

Figure 2 : Shenzhen Stock Exchange Composite Index



Source : Bloomberg. Repéré à <http://www.bloomberg.com/quote/SZCOMP:IND> (Consulté en mars 2016)

1.1 Naissance d'une bulle

Entre juin 2014 et juin 2015, on a observé une hausse de l'indice SSEC de l'ordre de 150% et une hausse de l'indice SZSE de l'ordre de 200%. Une hausse aussi spectaculaire est généralement un indice de la formation d'une bulle financière qui tôt ou tard en vient à éclater. La question que se pose ensuite tous les analystes financiers est de savoir jusqu'où la dévalorisation financière se prolongera.

Quelles sont les causes de la formation de cette bulle ? Qui y a contribué et comment cette contribution a-t-elle été rendue possible ?

La hausse des petits porteurs (*retailers*) sur les marchés financiers a contribué à faire grossir cette bulle. Ces derniers ont augmenté de cinq millions de personnes depuis mai 2015 pour atteindre quatre-vingt-dix millions d'investisseurs au moment du krach. Ces derniers ont apporté des flux de capitaux très importants, rendus possibles par une épargne moyenne de 40% des revenus des particuliers, faisant de la Chine un des pays qui épargne le plus. Ces masses considérables de capitaux étant plutôt mal rémunérées en dépôt dans les banques publiques, ces petits porteurs ont cherché des moyens de faire

fructifier leur épargne plus rapidement en passant notamment par des réseaux de *shadow banking*. Aujourd'hui, environ 85%²⁷ des échanges qui ont lieu sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen sont réalisés par des individus chinois. De plus, selon Wei Yao de la Société Générale, l'investissement en bourse de ces investisseurs chinois ne représente que 6% de leurs actifs financiers totaux et ils détiennent 22% des actions cotées en bourse²⁸. Au départ, les *retailers* ont commencé à acheter des actions sur les bourses et plus les prix ont monté, plus il y a eu d'investisseurs qui ont commencé à emprunter de l'argent pour acheter d'autant plus d'actions. Ainsi, il y a eu une augmentation des opérations sur marge officielles qui sont passées de 400 milliards de yuans en juillet 2014 à 2,2 trillions de yuans en juin 2015²⁹. Pour ce qui est des canaux d'emprunts non officiels, certains analystes estiment que cela représentait au moins deux trillions de yuans de prêt. Ce qui donne un total d'opération sur marge de l'ordre de 4 trillions de yuans. David Cui, un analyste de la Bank of America/ Merrill Lynch donne une estimation de l'ordre de 6 trillions de yuans d'argent emprunté injecté dans la bourse³⁰. Nous y reviendrons.

L'opération sur marge (*margin trading*) est une pratique qui consiste à acheter des actions en empruntant de l'argent. Cela permet d'utiliser l'effet levier pour multiplier son argent avec de l'argent que l'on ne possède pas à la base. Ainsi, les petits porteurs ont pu acheter beaucoup plus d'actions que ce qui leur était possible. Ceci a deux conséquences : dans un premier temps, ça va permettre de stimuler la croissance en grossissant la bulle financière ; dans un second temps lorsque les prix ont commencé à chuter, les petits porteurs se sont empressés de vendre leurs actifs pour pouvoir vite rembourser leurs prêts,

²⁷ Linda Yueh. (2015, 29 juillet). Volatility of China's stock market is no surprise. Japan Times. Repéré à <http://www.japantimes.co.jp/opinion/2015/07/29/commentary/world-commentary/volatility-chinas-stock-market-no-surprise/#.VmZ3OuN96Rs>

²⁸ Christian Chavagneux. (2015, 10 juillet). Grèce ou Chine: quel est le plus inquiétant?. Alterecoplus. Repéré à <http://www.alterecoplus.fr/%25c3%2589conomie/christian-chavagneux/grece-ou-chine-quel-est-le-plus-inquietant-201507100000-00001747.html>

²⁹ Jiang Fei, Liu Caiping, Yue Yue. (2015, 16 juillet). How Beijing intervened to save China's stocks. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-07-16/100829521.html>

³⁰ Heather Timmons, Gwynn Guilford. (2015, 8 juillet). The global fallout from China's stock market crash may be coming your way. Quartz. Repéré à <http://qz.com/445344/is-turmoil-from-chinas-stock-market-downturn-headed-your-way/>

ce qui a pour effet de précipiter la chute du prix des actifs. De plus, les petits porteurs sont considérés comme étant des investisseurs sans expérience³¹ qui auraient paniqué et se seraient empressés de revendre le plus vite possible pour ne pas subir de pertes trop importantes. Ce raisonnement au niveau micro a des conséquences macroéconomiques à l'instar d'un dégonflement rapide d'une bulle s'exprimant par une dévaluation boursière conséquente. Ce comportement individuel est ce qu'André Orléan a qualifié de *rationalité mimétique* (Orléan, 1999, p. 13) et explique très bien la réaction des investisseurs dans ce krach. Ainsi, ce qui paraît rationnel au niveau individuel ne l'est pas nécessairement au niveau macroéconomique. On retrouve le paradoxe classique qui existe entre la microéconomie et la macroéconomie.

Quelles ont été les conséquences sur l'économie réelle chinoise ? Contrairement au système financier américain, l'économie réelle en Chine est encore très indépendante des marchés financiers. En effet, Martine Bulard nous dit qu'il y a « à peine plus de 5% des entreprises chinoises qui se financent sur les marchés boursiers³² ». Cela signifie que les entreprises sont encore très majoritairement dépendantes du système bancaire pour se financer. Ce sont donc les investisseurs privés plutôt aisés qui cherchaient des placements plus avantageux qui ont perdu leurs économies. Quoique là encore, ils n'ont pas été trop affectés, car comme nous l'avons mentionné, les actifs boursiers ne représentent que 6% des actifs totaux des petits porteurs. De plus, comme moins de 10% des Chinois ont investi en bourse, l'impact sur la croissance a été limité. En effet, le gouvernement chinois a maintenu un taux de croissance de 7%, quoique les interprétations des chiffres que donne celui-ci peuvent prêter à confusion. En effet, le gouvernement maintenait encore en septembre 2015 un chiffre de 7% qui aurait été révisé à 6,9% le mois d'après, mais la

³¹ Jane Cai. (2015, 17 juillet). Who let out the bull in the China stock?. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/news/china/economy/article/1841031/who-let-out-bull-china-stock>

³² Martine Bulard. (2015, 31 juillet). En Chine, la face cachée de la spéculation. Le Monde Diplomatique. Repéré à <http://blog.mondediplo.net/2015-07-31-En-Chine-la-face-cachee-de-la-speculation>

plupart des analystes étrangers avancent des chiffres allant de 2% pour les plus pessimistes à 7% en passant par 4, 5 ou encore 6%. L'heure est à la spéculation sur les chiffres de la croissance chinoise³³, mais ce qui est sûr c'est que la variation de ce chiffre relève de bien d'autres facteurs, notamment la transition économique vers un régime de croissance tiré par la consommation pour n'en citer qu'un seul, plutôt qu'à cause de la chute boursière. Le Premier ministre Li Keqiang lui-même sait pertinemment qu'il est difficile de mesurer la croissance chinoise et utilise ce qui est maintenant connu sous le nom d'« indice Li Keqiang » qui rassemble plusieurs indices tels que la consommation d'énergie, le volume de marchandise transportée par train et les prêts accordés par les banques. Cette observation de la décorrélation entre les marchés boursiers et la croissance économique a des antécédents historiques. Comme le rappelle Linda Yueh³⁴, la Chine affichait une croissance de 10% annuelle entre 2001 et 2005 quand bien même les marchés boursiers ont perdu la moitié de leur valeur. Il en va de même pour la petite crise de l'immobilier de 2014.

Comment les petits porteurs ont-ils été poussés à investir leur argent dans la bulle financière ? Le premier élément déjà mentionné est la recherche de placements plus avantageux que les dépôts dans les banques publiques. De quels placements s'agit-il ? On pense ici à des formes d'innovation financière rendue possible principalement par le système du *shadow banking*.

1.2 Le *shadow banking*

Farhi et Cintra reprennent la définition du *shadow banking* donnée par Paul McCulley³⁵ en 2007 (Farhi & Cintra, 2009, p. 3). Ce dernier explique que le *shadow banking*

³³ Eric Tegler. (2015, 24 août). Are China's GDP Numbers Believable?. The Diplomat. Repéré à <http://thediplomat.com/2015/08/are-chinas-gdp-numbers-believable/>

³⁴ Japan Times (2015, 29 juillet), *op.cit.*

³⁵ McCulley était directeur de PIMCO (importante société de gestion financière à l'échelle mondiale) et c'est lui qui a donné le terme *shadow banking*.

inclut tous les agents impliqués dans les prêts à effet levier qui n'ont pas accès aux assurances de dépôt ou aux opérations de réescompte de la banque centrale. De plus, ils ne sont pas soumis aux accords de Bâle. Comme la Chine applique des réglementations plus restrictives que les accords de Bâle, on peut dire que le *shadow banking* en Chine comprend toutes les institutions financières qui ne sont pas soumises aux règlements des banques imposés par l'État. Ces institutions sont nombreuses et comprennent les fonds d'investissement, les *hedge funds*, les véhicules spéciaux, les sociétés d'investissement à capital variable (*mutual funds*) etc. Plus généralement, ce sont les sociétés qui agissent comme intermédiaires entre des emprunteurs et des prêteurs. Ces sociétés peuvent ainsi recevoir de l'argent en dépôt et faire des prêts avec moins de restrictions légales qu'une banque. Par exemple, elles n'ont pas de minimum de fonds propres requis ou encore des plafonds quant aux taux d'intérêt qu'elles pratiquent ; contrairement aux banques. Le *shadow banking* est une pratique qui existe dans tous les pays développés et surtout aux États-Unis où ce système a été vivement critiqué suite à la crise de 2008. En Chine, cette pratique s'est surtout développée suite à la crise de 2008 afin de trouver d'autres canaux de financement. En effet, le *shadow banking* proposant de hauts rendements, l'argent s'est déplacé vers ce système pour en fin de compte financer des projets dans l'économie réelle. Ce système fait ainsi partie du phénomène de désintermédiation au sens de Bourguinat. Normalement, le *shadow banking* concerne plutôt les investisseurs institutionnels, mais nous allons voir à présent comment ce système s'est imbriqué avec les structures traditionnelles de financement pour finalement toucher tout type d'investisseur dont les petits porteurs.

Le ralentissement de l'économie ayant inquiété les acteurs du *shadow banking*, ces derniers se sont tournés vers les Bourses de Shanghai et de Shenzhen. Depuis 2010, le gouvernement chinois a officiellement permis les opérations sur marge par les maisons de courtages (*brokerage*) comme projet pilote, dans le but de faire fonctionner l'effet levier afin de générer plus de liquidité sur les marchés financiers. Ce projet s'est étendu en 2011 lors de la création de la *China Securities Financial Corporation* (CSF), cofondée par les principales bourses de marchandises (*commodities exchanges*) ainsi que les Bourses de

Shanghai et de Shenzhen. La CSF a pour responsabilité principale de financer les opérations sur marge et les ventes à découvert (*short-selling*) à travers les maisons de courtage pour que celles-ci puissent ensuite prêter à leurs clients. Ce système est très réglementé et constitue la version *officielle* des opérations sur marge, car c'est la partie visible de cette pratique et c'est plutôt transparent. Ainsi, comme nous l'avons mentionné plus haut, officiellement, les opérations sur marge représentaient 400 milliards de yuans en juillet 2014 pour atteindre 2,2 trillions de yuans en juin 2015. Parmi les règles qui s'appliquent, il y a notamment le fait que seuls des investisseurs qui ont l'équivalent de 500 000 yuans dans leur compte-titre peuvent participer aux opérations sur marge et l'effet levier ne peut pas être supérieur à deux pour un. C'est-à-dire que pour acheter une action, il faut payer au moins 50% de la valeur de l'action en fonds propres et le reste peut être payé avec de l'argent emprunté. Enfin, il n'est pas possible de faire des opérations sur marge sur toutes les actions, mais uniquement sur celles choisies par les régulateurs. Ce sont donc soit des investisseurs institutionnels soit des particuliers extrêmement riches qui peuvent participer à ce genre d'opération. S'est alors développé un marché gris (*grey market*) des opérations sur marge, car le levier autorisé de deux pour un n'est pas suffisant pour certains. Le rapporteur de Shanghai pour le Financial Times, Gabriel Wildau³⁶, avance qu'il est possible d'obtenir des effets de levier de cinq pour un, voire même plus dans certains montages financiers. Ce dernier explique que l'argent provient principalement des *wealth management products* (WMPs) qui sont vendus par des banques et des *trusts*. Ces WMPs sont une forme de dépôt structuré à haut rendement commercialisé par les banques. Dans un premier temps, l'argent qui y était déposé servait à financer des projets d'infrastructure lancés par les gouvernements locaux ou encore servait à financer des promoteurs immobiliers. Cet argent se retrouvait donc dans l'économie réelle. Avec le ralentissement du secteur immobilier et la volonté du gouvernement central de réduire les dettes des gouvernements locaux, l'argent a été replacé dans la sphère financière,

³⁶ Gabriel Wildau. (2015, 25 juin). Shadow lending crackdown looms over China's stock market. Financial Times. Repéré à <http://www.cnbc.com/2015/06/25/crackdown-on-shadow-banks-lending-looms-over-chinas-stock-market.html>

particulièrement sur les bourses. La compagnie Haitong a ainsi estimé que 500 à 1000 milliards de yuans seraient passés sous forme d'opération sur marge provenant des *trusts* aux marchés d'actions. Le système des *umbrella trusts* a joué un rôle primordial dans ce transfert. Comment ce montage fonctionne-t-il exactement ?

1.3 *Umbrella Trust*

Dans le système des *umbrella trusts*, des banques ont transformé des investissements en fonds propres en produit structuré à rendement fixe par l'intermédiaire de *trusts*. Ce qui peut paraître étrange sachant que la base d'un investissement dans une compagnie est de supporter un certain risque qui est celui de ne pas savoir si la compagnie fera des profits ou non et donc de ne pas savoir quel sera le rendement. Or ici, par innovation financière et montage complexe, les financiers sont parvenus à déterminer un rendement fixe. Comment ? Des *trusts* ont acheté différents actifs et les ont assemblés en différentes tranches avec des niveaux de risques différents. C'est le même principe que les CDO aux USA³⁷. Des banques achètent ensuite la tranche *senior* qui est la tranche la moins risquée pour la découper et la distribuer à ses clients sous forme de WMP à rendement fixe. Les *hedge funds* et les maisons de courtage ont racheté les tranches inférieures qui sont plus risquées, mais offrent un niveau de rendement plus élevé. Ces *hedge funds* et maisons de courtage ont ensuite emprunté de l'argent auprès des banques qui possédaient les tranches *seniors*. Dans cet emprunt, le taux d'intérêt que vont payer les institutions financières aux banques comprend le taux de rendement fixe que ces banques ont promis à leurs clients via les dépôts en WMP. Avec ce système, les clients des WMP sans le savoir apportent de l'argent qui va permettre à leurs banques d'acheter des actions et d'obtenir ainsi des niveaux d'effet levier plus importants.

Mais le système des *umbrella trusts* ne s'arrête pas là, car en réalité ce système a

³⁷ Pour plus de détails, voir (Lordon, 2008) ou encore (Farhi & Cintra, 2009)

permis à des particuliers d'accéder à des opérations sur marge. Cela passe par l'intervention des *fund matching companies*. Wildau explique que ces compagnies ont été capables de fournir des opérations sur marge à n'importe qui le désirant. Elles sont en fait enregistrées comme des compagnies de conseil et ont fait partie des institutions qui ont pu souscrire à des tranches inférieures du système d'*umbrella trusts*. En utilisant la plateforme d'investissement financier HOMS qui permet à un compte d'être divisé en des sous-unités gérées par différents investisseurs, les *fund matching companies* sont parvenues à diviser un compte-titre en plein de sous-comptes. Ce qui se passe en définitive est qu'il y a une maison de courtage dans laquelle est enregistrée une *fund matching company* qui elle-même a plein d'investisseurs sous elle. Les régulateurs ne voyant que le compte officiel enregistré dans la maison de courtage, les investisseurs en dessous peuvent échapper aux règles. Ainsi, des petits porteurs ont eu accès à ce genre d'investissements risqués et ont pu pratiquer des niveaux d'effet levier non réglementés. Finalement, le système des *umbrella trusts* étant estimé à 400 à 600 milliards de yuans selon Goldman Sachs, cela ne permet pas de créer une crise systémique dans un pays où le PIB s'élève à environ 63 000 milliards de yuans en 2014.

Pour résumer, le système des *umbrella trusts* a donné accès à des institutions financières et à des particuliers à des niveaux de levier qui n'étaient pas accessibles par les canaux officiels d'opération sur marge, doublant ainsi les volumes de ce type d'opération. Ceci a été un facteur important depuis un an de l'achat de nombreuses actions sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen, ce qui a fait gonfler artificiellement la valeur des actions par une demande augmentée par des prêts qui ne respectaient pas la réglementation en place.

1.4 China Securities Regulatory Commission

Dans l'article du journal Caixin datant du 16 juillet 2015³⁸, il y est rappelé que la *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) - qui est l'organe de régulation de la bourse rattachée au Conseil d'État (*State Council*) du Parti communiste chinois - a déterminé que les effets de levier étaient allés trop loin. La plateforme d'investissement HOMS qui a été créée par la compagnie Hundsun Technologies et qui est contrôlée par le milliardaire Ma Yun est en partie responsable de cette dérive dans la mesure où les opérations sur marge excessives ont été tolérées, ce qui a permis le gonflement spectaculaire de la bulle financière. Du coup, en avril 2015, la CSRC a ordonné aux institutions financières de renforcer les règles des opérations sur marge et d'arrêter de servir les investisseurs qui ont emprunté de l'argent par le biais des *umbrella trusts* ou par d'autres canaux. Cela n'a pas empêché ces institutions de continuer et le 13 juin, le CSRC a demandé aux maisons de courtage de cesser de compter parmi leurs clients admissibles ceux qui ont emprunté de l'argent à travers les *umbrella trusts*. Le 13 juin est le samedi qui suit le pic du 12 juin sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen. À partir du lundi, la chute des valeurs s'est amorcée. Ainsi, certains analystes tiennent pour responsable directement les régulateurs pour ce krach et même les politiques du gouvernement qui a laissé le *shadow banking* s'étendre depuis 2008 et les opérations sur marge se pratiquer depuis 2010.

La tolérance du gouvernement envers des pratiques non réglementaires concourt bien sûr au mouvement de libéralisation de l'économie chinoise et renforce notre hypothèse. Plus il y a libéralisation des marchés financiers - officielle (par l'introduction des opérations sur marge) ou non officielle (par laxisme dans l'application des règles, notamment sur l'effet levier) - et plus il y a instabilité financière et donc risque de krach. Jusqu'à maintenant, il n'y a pas de risque systémique, car les contrôles sont encore bien présents et la sphère financière est plutôt déconnectée de la sphère réelle, mais il y a de quoi être vigilant pour la suite du processus de libéralisation.

³⁸ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

2. L'INTERVENTION DE L'ÉTAT

Après avoir énoncé les causes principales de ce krach ainsi que ses conséquences limitées sur l'économie réelle, il est important de voir comment le gouvernement chinois est intervenu pour tenter de remédier au problème de cette dévalorisation boursière. Frédéric Lordon rapporte que : « Keynes [...] avait établi la nécessité de sa présence [celle de l'État] dans l'économie en tant que seul agent capable de se mettre à contre-courant lorsque tous les agents privés sont irrésistiblement emportés à la baisse » (Lordon, 2008, p. 129). Nous voulons ainsi montrer les interventions contra-cycliques du gouvernement sur les marchés financiers et comment celui-ci a enrôlé les différents acteurs économiques, afin que ceux-ci participent à ses plans de redressement. Tout en étant très influent, le gouvernement se plie tout de même en partie aux règles des marchés financiers qu'il a établies³⁹.

La bulle financière qui a commencé à gonfler vers le mois de juillet 2014 pour atteindre son maximum le 12 juin 2015 a commencé à se dégonfler dès le lundi 15 juin 2015 à la suite des annonces du gouvernement le samedi 13 juin d'arrêter les opérations sur marge ne respectant pas les règles officielles imposées par les régulateurs. Ce dégonflement a été perçu positivement dans un premier temps. Le 26 juin encore, après une dévalorisation boursière de 20%, un porte-parole du CSRC annonçait que la baisse de l'indice des Bourses de Shanghai et Shenzhen était une bonne chose pour le développement à long terme, comme l'a rapporté le journal Caixin : « At a press conference on June 26, a CSRC spokesman called corrections necessary components for a stock market's healthy, long-term development⁴⁰. » Tout en faisant ces annonces pour rassurer les investisseurs, le gouvernement et ses agences de régulation réfléchissaient à des moyens techniques contra-cycliques afin de limiter les dégâts d'une telle dévaluation.

³⁹ Dans le sens où il ne fixe pas le prix des actions, mais se contente de les acheter ou de les vendre massivement pour influencer les prix. Il garde ainsi des marchés financiers en apparence.

⁴⁰ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

Dès le lendemain, la Banque populaire de Chine a décidé de réduire le ratio de réserve obligatoire de 300 points de base pour les entreprises financières et les institutions financières non bancaires. De plus, les taux d'intérêt pour les prêts d'un an ainsi que pour les dépôts ont été coupés de 25 points de base, passant ainsi à 4,85% et à 2% respectivement. Les autres types de prêts seront réduits du même niveau⁴¹. De telles mesures ont entre autres pour objectif d'augmenter la liquidité sur les marchés financiers en rendant l'argent moins dispendieux pour les investisseurs institutionnels et autres agents économiques. Ces mesures n'ont pas suffi, car le lundi suivant (le 29 juin), les Bourses de Shanghai et de Shenzhen continuaient de baisser. Le CSRC a annoncé le soir même le danger de se retirer trop vite des marchés pour engranger des profits et a fait une annonce rassurante dirigée vers les investisseurs qui pratiquaient des opérations sur marge. La CSF ajoute : « Risks associated with legal margin transactions are *generally within control*⁴² despite plunges during the previous two trading days⁴³. » L'annonce se voulant rassurante (en proclamant le « *generally within control* ») a obtenu une réponse positive des investisseurs le lendemain avec une hausse d'environ 5% pour l'indice de Shanghai. Mais dès le 1er juillet, rechute des cours boursiers.

Le CSRC change alors de discours le 1er juillet en revenant sur les règlements imposés aux maisons de courtage un mois plus tôt quant aux opérations sur marge. Tout d'abord, le CSRC autorise les maisons de courtage à émettre des obligations afin de pouvoir se refinancer un peu suite à la baisse continue de liquidité que ces institutions ont subie depuis le krach. « Brokerage were allowed to issue or transfer short-term corporate bonds via stock exchanges and private equity trading systems between institutions, according to a statement of the China Securities Regulatory Commission⁴⁴. »

En plus de cela, un amendement annule littéralement des mesures prises afin de

⁴¹ Song Miou. (2015, 27 juin). China cuts reserve ratio, interest rates to bolster growth. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-06/27/c_134361491.htm

⁴² Nous soulignons.

⁴³ Yamei Wang. (2015, 29 juin). Risks of China's margin trading within control. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-06/29/c_134366151.htm

⁴⁴ Mu Xuequan. (2015, 1er juillet). China allows brokerages to issue bonds. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-07/01/c_134373585.htm

stabiliser les opérations sur marge. Par exemple, les régulateurs avaient demandé à des investisseurs « d'ajouter des garanties supplémentaires dans les deux jours, si le ratio de capital emprunté à la maison de courtage atteignait le niveau d'alerte de 130%⁴⁵ ». Ces garanties ont été jugées non nécessaires et nuisibles aux investisseurs, mais permettaient de réduire le risque de l'effet levier pratiqué par ces derniers en les obligeant à garantir leurs emprunts.

Un autre point important de cet amendement est qu'il autorise les maisons de courtage à titriser les projections de profits futures acquis par le biais des opérations sur marge. Le but étant bien sûr de vendre ces titres pour avoir des liquidités immédiatement. Cette mesure est un pari optimiste en temps de dévaluation boursière aussi drastique et affirme la confiance du gouvernement pour les opérations sur marge frauduleuses.

Cet amendement autorise trois autres points : les maisons de courtage vont être autorisées à étendre les contrats allant jusqu'à six mois maximum ; elles vont pouvoir maintenir leur niveau actuel de contrat d'opérations sur marge qui ne respectaient pas les règles, mais en interdisant bien sûr d'en conclure de nouveaux ; enfin, les investisseurs possédant moins de 500 000 yuans d'actifs qui n'étaient pas censés être autorisés à faire des opérations sur marge vont pouvoir continuer leurs opérations⁴⁶.

Ce retournement de situation officialise la reconnaissance par les régulateurs de la poursuite d'opérations illégales. C'est assez incroyable, car c'est en partie le non-respect des règles qui a fait gonfler la bulle en première instance, malgré cela le gouvernement laisse faire la cause de ses problèmes et espère qu'elle résolve le problème. Le CSRC ajoute qu'il compte améliorer sa gestion des opérations sur marge afin de réduire les risques et d'assurer un bon développement de ce genre d'activité. C'est une forme de libéralisation implicite, un laisser-faire qui ne dit pas son nom et sanctionne des personnes qui seraient allées trop loin, mais sans remettre en cause radicalement les comportements jugés « être allés trop loin ». Peut-on y voir une forme de compromis institutionnalisé en construction ?

⁴⁵ Mu Xuequan. (2015, 2 juillet). China relaxes rules on margin trading. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-07/02/c_134373602.htm

⁴⁶ *Ibid.*

Ou une façon de faire les lois de force (de fait) par les investisseurs ? Les régulateurs sont censés faire force de loi et être une institution de régulation primordiale. Or cette institution tolère et finit par reconnaître et laisser faire officiellement les agents économiques qui ne la respectent pas. Le compromis implicite veut que l'institution de régulation reconnaisse les gains en termes de croissance nationale et d'enrichissement que les investisseurs apportent grâce aux opérations sur marge frauduleuses. Les investisseurs quant à eux ont pris des libertés et ont contourné les règles afin de faire plus de profits, ce qui les a engagés sur des positions où il est difficile de revenir en arrière par risque de krach majeur. Ces engagements ont finalement fait admettre aux régulateurs que c'était une politique du moindre mal qu'il fallait plutôt appliquer à partir de ce 1er juillet. Cela impliquait bien sûr la *reconnaissance officielle de la tolérance de pratique ne respectant pas les règles*.

Malgré ces mesures, l'indice de Shanghai a baissé de 5,23% le mercredi 1er juillet pour finir à 4,053.70 points. La semaine termine très mal avec une fermeture à 3,686.92 points le vendredi 3 juillet.

2.1 Appel aux institutions financières

Le samedi 4 juillet, les régulateurs ont finalement pris acte de leur pleine puissance. Ils ont réuni les dirigeants de 21 maisons de courtage afin de leur dicter exactement ce qu'elles devront faire à compter du lundi suivant. Les demandes des régulateurs n'étaient alors pas négociables comme le rapporte le journal Caixin : « A person who attended the meeting but asked not to be named said the securities firms' executives were told what to do and that there would be no room for negotiating with regulators⁴⁷. » Le CSRC a demandé à ces 21 compagnies de rassembler 120 milliards de yuans et de les transférer à la *China Securities Finance Corp. (CSF)*. Cette agence a été créée dans le but de fournir du financement aux maisons de courtage pour les opérations sur marge, mais ici les

⁴⁷ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

120 milliards seront utilisés pour acheter des actions afin de soutenir leur valeur de manière artificielle. C'est la beauté de l'évaluation des prix *mark-to-market*⁴⁸ qui permet une déformation des prix en jouant le jeu des marchés financiers. De plus, ces compagnies ne pourront pas vendre les actions achetées avec leur propre argent tant que l'indice de la Bourse de Shanghai ne sera pas supérieur à 4,500 points⁴⁹. Ce qui équivaut à environ +120% par rapport à l'année précédente, ce qui n'est pas loin de la bulle du mois de juin. Sachant que ces niveaux sont déjà surévalués, on peut se demander si ça vaut la peine à court terme de chercher à les atteindre. Il est plus cohérent de chercher à atteindre ce niveau à long terme dans une perspective de croissance plus modérée. Il semble que les régulateurs cherchent à regonfler cette bulle par leur politique.

La CSF a commencé à acheter massivement les 6, 7 et 8 juillet sur le marché secondaire, ce qui a pour effet de faire remonter l'indice de Shanghai pour les 6 et 7. Caixin rapporte que le CSF aurait acheté pour au moins 400 milliards de yuans de titres incluant les 120 milliards des 21 compagnies financières. Le CSF a emprunté le reste de l'argent à la banque centrale et à des banques commerciales. Le 8 juillet, toute une série de mesures a été annoncée. Xinhua rapporte les cinq mesures⁵⁰ :

- 1) la CSRC a ordonné aux parties prenantes importantes, c'est-à-dire les investisseurs possédant au moins 5% des parts d'une compagnie, de ne pas vendre leurs parts pendant au moins 6 mois. C'est une mesure stabilisatrice qui est bienvenue pour l'économie réelle, car elle limite les sorties de capitaux imprévues et permet des investissements de plus long terme même si six mois n'est pas très long.
- 2) la CSRC a encouragé les gros investisseurs, les directeurs, les superviseurs et les cadres supérieurs à stabiliser le prix des actions en achetant plus quand leur prix baisse trop. Ici, les régulateurs reviennent encore sur des règles qu'ils avaient imposées. Ces règles

⁴⁸ Pour en savoir plus sur l'implantation du *mark-to-market* dans les normes internationales de la finance, voir (Lordon, 2010b)

⁴⁹ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

⁵⁰ Huaxia. (2015, 8 juillet). Supportive measures released July 8 to stabilize plunging Chinese stock market. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-07/08/c_134394612.htm

interdisaient aux dirigeants de *holding* de soutenir les actions des entreprises dont ils possédaient des parts pendant un an si celles-ci baissaient. Dans le but de soutenir les prix, ils vont pouvoir agir plus vite dans le soutien de leurs propres actions⁵¹.

3) les régulateurs ont demandé aux sociétés d'investissement d'État de garder leurs parts. Par exemple, la compagnie Central Huijin Investment Co., Ltd. a annoncé qu'elle ne vendrait pas ses actions et a demandé à ses filiales de garder et d'acheter des actions dans le but de stabiliser les prix.

4) le ministère des Finances annonce aussi qu'il ne vendra pas ses parts pour les mêmes raisons. De plus, il a demandé aux compagnies financières administrées par le gouvernement central de ne pas vendre les actions qu'elles possèdent dans les compagnies où elles ont des participations majoritaires. Le ministère supportera les sociétés financières d'État par l'achat d'actions quand nécessaire. Enfin, il supportera le développement de ces compagnies pour améliorer leurs services pour l'économie réelle.

5) la *State-owned Assets Supervision and Administration Commission* (SASAC) (Commission de contrôle de l'administration des avoirs d'État⁵²) a aussi encouragé les compagnies d'État à acheter des actions pour stabiliser les prix. Caixin ajoute que la *China Insurance Regulatory Commission* (CIRC) a simplifié les règles en lien avec l'investissement afin de permettre aux compagnies d'assurance d'acheter plus d'actions⁵³.

Toutes ces annonces et mesures ont soutenu les prix et redonné confiance aux investisseurs. Du moins, jusqu'au 27 juillet 2015. On remarque que plusieurs organes étatiques se sont coordonnés pour un but commun de stabilité des prix et de soutien des cours boursiers. On voit bien ici qu'en plus du CSRC, le ministère des Finances, la SASAC, la CSF, le CIRC ou encore la Banque populaire de Chine ont agi simultanément et avec force pour aller contre le mouvement des marchés qui traduisaient une panique générale des investisseurs.

⁵¹ « a major shareholder holding over 30 percent of stake in a listed company may immediately increase its holding by another 2 percent, needless to wait for 12 months as required before. » (*Ibid.*)

⁵² Traduction trouvée dans (Cabestan, 2014, p. 63)

⁵³ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

En plus des mesures du gouvernement, on peut dire que la panique venait aussi des sociétés cotées en bourse qui, déjà le 7 juillet sur la Bourse de Shenzhen et à partir du 9 juillet sur la Bourse de Shanghai, ont utilisé leur droit de suspendre les échanges des actions qu'elles avaient émises. C'est en tout 1442 entreprises qui ont demandé l'arrêt complet des échanges de leurs actions. Combinées, les deux bourses comptent un total de 2781 compagnies enregistrées⁵⁴, c'est donc plus de la moitié qui a gelé les échanges de leurs actions. Ce sont bien sûr les compagnies qui ont vu la valeur de leurs actions chuter qui ont exercé ce droit par peur que les baisses aillent plus loin.

2.2 *China Security Financial Corp. (CSF)*

La CSF est devenue une agence gouvernementale très importante dans la stabilisation des bourses. En effet, dans la continuité des mesures de soutien, le CSF a créé cinq fonds pour un total de 200 milliards de yuans. Il en créa deux le 13 juillet et les trois autres le 31 juillet. Liu Caiping explique que les cinq fonds sont gérés séparément par cinq compagnies de gestion de fonds qui elles-mêmes ont chacune ajouté 10 millions de yuans à leurs fonds respectifs⁵⁵. La création des trois derniers fonds intervient suite à la chute spectaculaire sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen de 8,5% et 7% respectivement. Ce qui est la chute la plus importante en un jour depuis 2007⁵⁶. Les commentateurs auraient pu qualifier ce jour de « lundi noir », mais ils ont gardé cette expression pour le 24 août 2015 qui suit.

Pour en revenir à la CSF, son rôle est devenu d'autant plus important qu'elle aurait versé au moins un trillion de yuans dans le marché de *A-shares* depuis le 6 juillet⁵⁷. L'argent

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ Liu Caiping. (2015, 7 août). Gov't Stock Market Savior 'Invests 200 Bln Yuan in Five Funds'. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-08-07/100837555.html>

⁵⁶ Neil Gough. (2015, 27 juillet). Chinese Shares Tumble Again. New York Times. Repéré à <http://www.nytimes.com/2015/07/28/business/international/chinese-stocks-plummet-in-shanghai-and-shenzhen.html>

⁵⁷ Caixin online (2015, 7 août), *op.cit.*

vient des maisons de courtage comme on l'a vu, mais aussi de la banque centrale et de 17 banques commerciales qui ont prêté environ 1,3 trillion de yuans⁵⁸. Ce n'est pas tout, cette agence a aussi le pouvoir d'imposer aux cinq compagnies de gestion de fonds les actions qu'elles ont le droit d'acheter dans un bassin de 700 à 900 actions qu'elle a sélectionnées elle-même. Elle a même établi des règles quant à la période durant laquelle les fonds devraient être achetés. Sa stratégie est de demander aux fonds d'acheter des actions uniquement quand le prix des actions baisse et non quand il monte⁵⁹. Voici un excellent exemple d'action contra-cyclique. Comme Liu Caiping l'explique, ces nouveaux fonds ne sont pas destinés à faire du profit, mais uniquement à aider la CSF à stabiliser les Bourses de Shanghai et de Shenzhen.

Le sauvetage (*bail out*) organisé par la CSF a suscité de nombreuses réactions parmi les analystes. Nombre d'entre eux reconnaissent le caractère stabilisateur qu'a eu l'action de la CSF sur les bourses. Toutefois, il faut être prudent, car maintenant que la CSF est détentrice de nombreuses actions, sa stratégie future aura nécessairement des effets sur les marchés financiers. Jiang Fei écrit : « its next step could affect the market for good or bad⁶⁰ ». Le plus raisonnable pour ne pas faire de vague serait de revendre petit à petit ses actions au fur et à mesure qu'elles reprennent de la valeur.

À l'avenir, il sera intéressant d'observer comment cette agence sera utilisée par les régulateurs et avec plus de recul nous pourrons mieux juger de son rôle stabilisateur.

2.3 *Roller Coaster*

En attendant, l'effet montagne russe n'est pas terminé sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen qui connaissent un « lundi noir » le 24 août avec la Bourse de Shanghai qui

⁵⁸ Alexis Toulon. (2015, 28 juillet). La Bourse chinoise dévisse : une nouvelle crise en vue?. Alterecoplus. Repéré à <http://www.alterecoplus.fr/international/la-bourse-chinoise-devisse-une-nouvelle-crise-en-vue-201507281452-00001745.html>

⁵⁹ « The CSF has laid out specific rules as to when the companies should buy shares. In general they « must buy a stock only when its price is falling and not when it is rising » ». Caixin online (2015, 7 août), *op.cit.*

⁶⁰ Caixin online (2015, 28 juillet), *op. cit.*

chute de 8,5 % et la Bourse de Shenzhen de 7,61 %. La Bourse de Shanghai est restée plutôt stable entre le 28 juillet et le 17 août avant de connaître une semaine difficile qui clôture à environ -10 % le 21 août à 3 597,94 points. Le « lundi noir » clôturera à 3209,90 points et les deux jours suivants passeront même sous la barre des 3000 points pour finalement se stabiliser autour de 3100 points tout au long du mois de septembre.

Le début du mois d'août a été plutôt stable pour la Bourse de Shanghai et de Shenzhen. Le monde a été surpris lorsque le 11 août, la Banque populaire de Chine a annoncé une dévaluation du yuan de 1,9 % par rapport au dollar puis que le lendemain elle a redévalué de 1,6 % (cf. Figure 3). La banque centrale annonce qu'elle a fait cela dans le but de se rapprocher du taux de marché si le yuan était une monnaie 100 % flottante. Cette version a été saluée par le FMI. D'autres analystes y voient plutôt une volonté de relancer les exportations chinoises en période de ralentissement. Le 6 octobre, on apprendra que le yuan est devenu la quatrième monnaie des paiements internationaux pendant le mois d'août et à la fin novembre, le FMI annoncera l'entrée du *renminbi* (RMB) dans les DTS pour le 1er octobre 2016.

Figure 3 : RMB pour 1 USD de janvier à novembre 2015



Source : XE. Repéré à <http://www.xe.com/currencycharts/?from=USD&to=CNY&view=1Y> (Consulté en novembre 2015)

Le 23 août, la libéralisation continue dans le but de soutenir les marchés financiers.

En effet, Pékin a autorisé le gigantesque fonds de pension national à investir jusqu'à 30 % de ses actifs nets en action⁶¹. Cette annonce arrive après le vendredi vraiment mauvais du 21 août et n'a pas servi à rétablir la confiance comme l'atteste le « lundi noir » le lendemain. Et pourtant, permettre au fonds de pension national d'investir donne le signal aux investisseurs de la possibilité de voir 600 milliards de yuans entrer sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen⁶². Cet argent n'arrivera pas si tôt par contre, car il faut du temps pour coordonner les fonds de pension gérés par les gouvernements locaux⁶³.

Le 25 août, la banque centrale réduit encore les ratios de réserves obligatoires ainsi que les taux directeurs, dans le but de soutenir l'économie réelle selon elle⁶⁴. Cela n'empêchera pas de voir l'indice de Shanghai passer sous la barre des 3000 points avant de se stabiliser autour de 3100 points tout au long du mois de septembre 2015. L'indice de Shanghai a augmenté de manière plutôt constante jusqu'au 23 décembre où la bourse clôture à 3 636,09 points pour ensuite chuter de nouveau pour atteindre le 28 janvier 2016 les 2 655,66 points. Une chute relative presque aussi importante que celle de l'été 2015. Depuis, l'indice n'est repassé timidement au-dessus des 3000 points qu'à quelques reprises.

2.4 Bonnes ou mauvaises interventions ?

La critique la plus représentative du fonctionnement des marchés financiers en Chine est la suivante : « Investors decisions based on business fundamentals and a company's health apparently are no longer possible in China because « now everyone is trying instead to figure out and predict what government policies will be like and how

⁶¹ Mengjie. (2015, 23 août). China Focus: China pension fund allowed to invest in stock market. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-08/23/c_134546986.htm

⁶² Shi Rui. (2015, 24 août). Cabinet Lets Pension Funds Be Invested in Domestic Stock Market. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-08-24/100843048.html>

⁶³ *Ibid.*

⁶⁴ Luan. (2015, 25 août). China cuts RRR, interest rates to stabilize economy. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-08/25/c_134554943.htm

retail investors will respond⁶⁵ » ». « In this scenario, investing becomes gambling on the government's actions⁶⁶. » En effet, en Chine, le gouvernement a un pouvoir sur les marchés financiers qu'on ne connaît pas en Europe ou en Amérique du Nord, même si depuis 2008 sur ces continents on observe que l'action des banques centrales est quasiment déterminante dans la prise de position des investisseurs. On peut dire que les réactions du gouvernement chinois sont révélatrices de la peur du défaut qui règne en Chine. De fait, ces situations de *bail out* organisées par le gouvernement (comme aux États-Unis), amplifient ce que les économistes orthodoxes appellent le risque d'aléa moral. En effet, sachant qu'il y aura toujours un prêteur en dernier ressort pour absorber les risques associés à la finance, les investisseurs peuvent se permettre d'y aller fort en matière de prise de risques. On distingue alors la différence essentielle qu'il y a entre une grosse crise et une petite crise au sens régulationniste. Dans le cas des États-Unis en 2008 il y avait réellement un risque systémique. Si tout le système fait défaut et s'effondre, c'est la porte ouverte à tous les troubles sociaux possibles et imaginables. Dans une telle situation, il est difficile de penser que l'on peut simplement respecter la doxa néolibérale et laisser faire le marché, c'est-à-dire voir les faillites en chaîne des plus importantes banques du pays qui détiennent la majorité de l'épargne des gens.

Revenons-en à la Chine qui, elle, vient de passer à travers une petite crise qui ne risquait pas d'enclencher un risque systémique. L'intervention du gouvernement n'était-elle alors pas démesurée ? Était-ce nécessaire de faire payer les contribuables chinois, d'une, pour maintenir une bulle financière dans le pays et, de deux, pour tenter de faire perdre le moins d'argent possible à des investisseurs institutionnels et à des petits porteurs qui recherchaient de hauts risques pour de hauts rendements ? Posées ainsi, les réponses à ces questions paraissent évidentes. Mais d'un côté, les investisseurs qui

⁶⁵ « En Chine, les décisions des investisseurs ne se font plus en se basant sur les performances et la santé d'une entreprise car « à présent, tout le monde tente de comprendre et de prédire ce que les politiques du gouvernement seront et comment les petits porteurs y répondront » » (traduction de l'auteur) (Caixin online 28 juillet, *op.cit.*)

⁶⁶ « Dans ce scénario, investir revient à parier sur les actions du gouvernement » (Ling Huawei. (2015, 7 juillet). Closer Look: Gov't Had No Reason to Intervene in Stock Market Turbulence. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-07-07/100826350.html>)

méritaient le plus d'être sauvés sont ceux qui ont épargné toute leur vie et qui se sont en quelque sorte fait avoir par leur banquier qui leur a vendu des placements à haut rendement sans nécessairement en expliquer les risques ou en les minimisant. Il est très difficile d'évaluer le nombre de petits porteurs qui se sont laissés emporter par effet de système sans en mesurer réellement les conséquences. On ne peut évidemment pas dire la même chose des investisseurs institutionnels qui eux sont dotés des meilleures informations et sont capables en général d'évaluer un minimum les risques. Ces derniers ont engrangé des profits élevés pendant toute l'année de gonflement de la bulle et savaient pertinemment qu'à un moment une bulle est déterminée à éclater, spécialement dans un contexte de libéralisation de l'économie et de la finance chinoise. On peut ajouter que pour le gouvernement, les marchés financiers sont simplement un outil pour tenter d'avoir de la croissance économique, croissance économique qui est la clé de la légitimité du gouvernement. Tout de même, les efforts d'intervention sont importants compte tenu du faible impact de cette crise dans l'économie réelle, une des raisons étant que le gouvernement veut pousser la libéralisation de la finance. Il y a donc des effets d'apprentissage qui s'appliquent sur les régulateurs qui pourraient être primordiaux à l'avenir quand les plus grandes crises se manifesteront.

D'un point de vue régulationniste, les institutions plus que les personnes sont à blâmer, car au bout du compte, comme dit Lordon : « Les individus se comportent toujours comme les contraintes dans lesquelles ils sont plongés les conduisent à se comporter et pas autrement⁶⁷ ». Ceci pose le problème de la responsabilité individuelle, car si la faute revient aux structures du capitalisme chinois, la légitimité entière du gouvernement est en danger. C'est pourquoi nous observons depuis début juin que le PCC recherche des boucs émissaires, des personnes à blâmer, ce qui nous amène à discuter brièvement de la répression.

⁶⁷ Gilles Perret. (2006). Ma Mondialisation [Vidéo en ligne]. Repéré à <https://www.youtube.com/watch?v=wkBYYSxf2N8>

2.5 Répression

Depuis le début de la crise, de nombreuses compagnies et personnes ont été détenues et interrogées, car soupçonnées d'être en partie responsables du krach. Par exemple, l'ancien vice-président du CSRC Yao Gang, le président de Citic Securities Cheng Boming⁶⁸ ou encore la compagnie Hundsun Technologies Inc.⁶⁹ responsable de la plateforme HOMS, ont tous été interrogés suite au krach.

Le gouvernement chinois a répété plusieurs fois qu'il poursuivra les responsables. Avant même le début de la dévalorisation boursière, le CSRC avait commencé le 5 juin à enquêter sur 16 cas de fabrication et de mise en circulation de fausses informations sur les marchés financiers⁷⁰. Cela a permis aux créateurs de fausses informations de faire des profits à partir de rumeurs.

Le CSRC a annoncé qu'il poursuivra les « malicious short-sellers » pour leur possible responsabilité dans la chute des cours boursiers. Les régulateurs seront même aidés par le ministère de la Sécurité Publique⁷¹. En plus de la répression, la *short-selling* (vente à découvert) s'est vu réglementer notamment sur le *China Financial Futures Exchange* (CFFEX) qui a multiplié les frais par 23 pour les achats puis ventes le même jour, passant de 0,015 % de la valeur de la transaction à 0,23 %⁷². Le CFFEX a ajouté que seront considérés s'engager dans des activités anormales et risqueront d'être punis, les investisseurs qui ouvriront des positions d'un jour de 10 lots ou plus de n'importe quel

⁶⁸ Zhou Xin. (2015, 21 novembre). Three big failures sent China's stock market on a crash course: report. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/news/china/policies-politics/article/1881301/three-big-failures-sent-chinas-stock-market-crash>

⁶⁹ Bloomberg News. (2015, 14 juillet). China Regulator Probes Hundsun Tech After Stock Market Rout. Bloomberg. Repéré à <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-14/china-regulator-probes-hundsun-technologies-after-stocks-tumble>

⁷⁰ Mengjie. (2015, 16 juillet). China securities watchdog busts market rumors. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-07/16/c_134416056.htm

⁷¹ Caixin online (2015, 16 juillet), *op. cit.*

⁷² Zhang Yu, Zhang Yuzhe. (2015, 9 septembre). How Short-Selling Got Bad Rap in Market for Stock Index Futures. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-09-09/100847961.html>

contrat à terme sur indice boursier qui s'échangera à la bourse⁷³. Le jour où la régulation a commencé à s'appliquer, 90 % des transactions concernées n'ont pas eu lieu. Dans ce cas-ci, la régulation en amont a eu un effet positif. Mais ici, la manœuvre ne cherche pas à remettre en question le système des contrats à terme.

Les régulateurs se sont aussi attaqués au *trading à haute fréquence* et particulièrement à la pratique dite du *spoofing* qui consiste pour un courtier à passer une commande d'achat ou de vente et à l'annuler juste avant de passer la transaction. Ceci a pour effet de faire bouger le prix des actions sans même qu'il y ait de transactions. C'est possible uniquement grâce à des ordinateurs qui calculent le prix des actions à la nano seconde. Le 3 août, 42 courtiers sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen ont été suspendus et punis pour leur implication dans le *trading* algorithmique qui aurait déformé les marchés⁷⁴. De plus, le 26 août, le CFFEX a annoncé que 164 investisseurs devront arrêter de pratiquer les échanges à haute fréquence⁷⁵.

Plus amusant dans l'aspect recherche de bouc émissaire est l'arrestation du journaliste financier Wang Xiaolu le 25 août. Ce dernier a admis publiquement avoir été responsable de la diffusion d'information qui aurait enclenché le krach de juin. Cette arrestation soulève plusieurs questionnements, car il est évident qu'une personne ne peut être responsable à elle seule de ce qui s'est passé. Quels sont les arrangements derrière tout ça ?

Enfin, les régulateurs sont intervenus pour donner des amendes à des maisons de courtages. Le 11 septembre, Xinhua annonce que *Huatai Securities*, *Haitong Securities*, *Guangfa Securities*, *Founder Securities* et *Zheshang Futures* devront payer des amendes allant de 18 millions de yuans à 86 millions de yuans en plus de se faire confisquer leurs

⁷³ « More importantly, the exchange said, all investors who open within one day a position of more than 10 lots on any of the stock index futures contracts traded on the bourse will be considered engaging in « abnormal » trading activities and face punishment » (*Ibid.*)

⁷⁴ Qiu Yue, Yang Gang, Li Xiaoxiao. (2015, 8 septembre). Regulators Seek Formula for Handling Algorithmic Trading. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-09-08/100847443.html>

⁷⁵ *Ibid.*

profits illégaux⁷⁶. Les quatre premières compagnies sont accusées de ne pas avoir vérifié les vraies identités de certains clients tandis que la dernière a été accusée d'avoir de mauvais contrôles de risques⁷⁷.

La répression est une arme que se donne le gouvernement chinois non seulement dans un but de démonstration de son contrôle sur la situation, mais aussi pour d'une certaine façon se déresponsabiliser vis-à-vis de sa population. Une fois de plus, en pointant du doigt des responsables parce qu'ils ne respectaient pas les règles ou bien parce qu'ils sont allés trop loin dans l'utilisation d'outils financiers réglementés par le gouvernement, ce dernier peut poursuivre ses mesures de libéralisation de l'économie sans remettre en question le système dans son ensemble.

3. LA LIBÉRALISATION CONTINUE

La théorie de la régulation analyse les crises économiques et financières comme étant une manifestation normale des contradictions institutionnelles présentes dans les structures du capitalisme. De plus, ces crises sont interprétées comme étant des moments de transition ou de transformation des formes institutionnelles. Par construction, on peut distinguer des périodes de politiques économiques en régime et des périodes de politiques économiques en transition de régime. La seconde apparaît dans des périodes de grandes crises. L'objectif de la partie précédente était d'analyser la politique économique du gouvernement chinois en réaction à une petite crise (donc la politique économique en transition de régime, mais sans transformation radicale du capitalisme chinois donc sans transition de régime). Le gouvernement est vite revenu à sa politique économique en régime, car ce que l'on constate c'est que suite à cette crise le gouvernement n'est pas revenu sur ses politiques de libéralisation, mais au contraire a

⁷⁶ Tian Shaohui. (2015, 11 septembre). China securities watchdog punishes five brokers. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-09/11/c_134615902.htm

⁷⁷ *Ibid.*

poursuivi vers autant voire plus de politiques et de discours en faveur des marchés, accompagnés de plus de régulation. On peut penser qu'il y a une sorte de contradiction dans les termes, mais l'une (libéralisation) est toujours allée de pair avec l'autre (régulation). Si l'on prend le cas des États-Unis qui a connu, à partir des années 1980, une phase de déréglementation déterminante pour sa transition vers un régime d'accumulation tiré par la finance (Boyer, 2009), il n'en a pas moins toujours eu des institutions de régulation entre la *Federal Reserve* (FED) ou la *U.S. Securities Exchange Commission* (SEC), mais leur pouvoir a été de plus en plus réduit et avant la grande crise de 2008 leur rôle a été d'essayer de suivre les comportements des acteurs financiers et de calculer les risques après coup plutôt que de réguler sérieusement.

En un sens, la Chine est en train d'emprunter ce chemin, mais la distance avec les États-Unis est encore énorme. C'est-à-dire que le gouvernement chinois répète tous les jours qu'il faut plus de réformes qui vont dans le sens des marchés, qu'il faut privatiser de plus en plus les entreprises d'État, qu'il faut ouvrir de plus en plus les marchés financiers aux acteurs étrangers, etc. En même temps, le gouvernement cherche à renforcer ses agences de régulation, mais dans un sens qui leur permet de suivre ce qui se passe avec les institutions financières, mais pas plus. Par exemple, lorsque les dérivés et les montages financiers ont commencé à se développer, cela a été possible grâce aux réformes promarchés promues par l'État. Si l'on prend le cas des *umbrella trust*, les régulateurs étaient au courant de ce qui se passait au moins depuis avril 2015, mais ont continué à tolérer cette pratique, car ils ne savaient pas vraiment comment la ralentir sans dégât et surtout ils y trouvaient leurs comptes en termes de croissance et de bons chiffres sur les bourses. Plaider pour plus de régulation est une bonne chose, mais réguler est souvent plus efficace en amont qu'en aval, car une fois que le mal est fait (gonflement de la bulle), le retour en arrière est souvent douloureux. Dans son article « Après la crise financière : “réguler” ou refondre ? », Frédéric Lordon décrit bien les insuffisances des stratégies prudentielles. Il explique que le régulateur arrivera toujours trop tard. Il distingue ainsi trois « écueils de la « régulation prudentielle » : « Il s'agit : 1) des forces irrésistibles de la concurrence, 2) de l'impossibilité essentielle du contrôle des risques *ex ante*, le tout étant

recouvert par 3) le voile hallucinatoire de l'“innovation” fonctionnant comme croyance. » (Lordon, 2009, p. 3). L'auteur parle ici des États-Unis, mais l'on peut très bien mettre en garde les réformateurs chinois s'ils continuent de tenir les mêmes discours sur la concurrence et les innovations. D'autant plus que comme l'explique Robert Boyer, en Chine, le régime d'accumulation est tiré par la concurrence autant entre les différents échelons politiques (village, canton, province, etc.) qu'entre les entreprises (Boyer, 2015, p. 244). Cela a permis, entre autres, à la compagnie Hundsun Technologies Inc. basée à Hangzhou dans le Zhejiang de mettre au point sa plateforme HOMS et de gagner ainsi un avantage compétitif sur les autres provinces et entreprises. Cet avantage, on l'a vu, a été acquis en contournant les règlements en place.

À présent, nous présenterons brièvement, avec à l'appui le discours du Premier ministre Li Keqiang au Forum de Dalian⁷⁸ le 10 septembre 2015, quelques mesures de libéralisation adoptées entre le mois de juin et le mois de novembre 2015. Mois de novembre qui se termine avec le FMI qui annonce l'intégration du yuan dans son panier de DTS à compter du 1er octobre 2016⁷⁹. Nous resterons concentrés sur la libéralisation du secteur financier.

3.1 La Banque populaire de Chine

Li Keqiang a expliqué que : « Specific steps will be taken to attract more foreign investment through greater openness. For example, this year, we further expanded the areas open to foreign investment and cut by half the number of items where restrictions were imposed on foreign investment access⁸⁰ ».

Le 14 juillet, la Banque populaire de Chine a rendu l'accès au marché obligataire

⁷⁸ Le forum de Dalian est aussi connu sous le nom de *Summer Davos Forum*.

⁷⁹ Huaxia. (2015, 1er décembre). IMF approves inclusion of China's RMB in SDR basket. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-12/01/c_134870692.htm

⁸⁰ Tian Shaohui. (2015, 11 septembre). Full Text: Li Keqiang's speech at Summer Davos opening ceremony. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-09/11/c_134615607.htm

interbancaire plus facile pour les investisseurs étrangers⁸¹. Ces derniers pourront choisir la taille de leurs investissements. Le désir de réduire les barrières réglementaires pour les étrangers va continuer alors même que ce genre d'ouverture prend le risque de rapatriement des capitaux étrangers aussitôt qu'il y a un manque de confiance ou l'apparition d'instabilité des prix⁸². Ces mesures entrent dans le cadre du décloisonnement externe de Bourguinat et accentuent ainsi la libéralisation financière en Chine.

La banque centrale a déjà réduit trois fois ses taux d'intérêt et les ratios de réserves obligatoires depuis la crise. Une fois en juin, puis en août et enfin en octobre. Celle du 23 octobre était particulière, car la banque centrale a complètement libéralisé les taux d'intérêt en enlevant le plafond sur les taux d'intérêt. Li Keqiang expliquait : « Reform in the financial sector has been advanced in accordance with market principles and rule of law⁸³ ». Sara Hsu a écrit dans *The Diplomat* : « It marks a milestone in the trajectory of financial reform, paving the way to further financial marketization and enhanced funding opportunities⁸⁴. »

La banque centrale explique que les baisses de taux font partie des réformes financières. En effet, ces mesures permettent aux investisseurs de jouer avec plus d'argent sur les marchés financiers tout en étant moins prudents par le fait de réduire les réserves obligatoires. « Moins prudent » étant ici synonyme de « plus de risque et plus d'instabilité ». Le pays a peut-être encore des marges de manœuvre et suffisamment de liquidité pour pouvoir supporter des défauts, mais la prudence est de rigueur, car ils sortent tout juste d'une crise. Les réserves obligatoires agissent comme un coussin de sécurité en cas de défaut et les banques chinoises en ont d'autant plus besoin que les niveaux de prêts non remboursés (*bad loans*) par leurs clients augmentent énormément. Xinhua rapporte que les « bad loans have continued to increase due to economic

⁸¹ An. (2015, 28 juillet). China welcomes foreign investors in bond market: central bank. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-07/28/c_134456348.htm

⁸² Pour plus de détail sur le nationalisme financier, voir (Lordon, 2009, p. 231)

⁸³ Xinhua (2015, 11 septembre), *op.cit.*

⁸⁴ Sara Hsu. (2015, 29 octobre). China Removes Deposit Interest Rate Ceiling. *The Diplomat*. Repéré à <http://thediplomat.com/2015/10/china-removes-deposit-interest-rate-ceiling/>

headwinds. The bad loans ratio at ABC came in at 2.02% as the end of September, while that of other three lenders [BOC, ICBC, CCB] was around 1.45%⁸⁵. » Le *South China Morning Post*, citant Reuters, rapporte que les prêts non performants sont passés de 322,3 milliards de yuans pour les six premiers mois de 2015 à 1,8 trillion de yuans⁸⁶.

Un dernier exemple concernant la banque centrale ; cette dernière a réduit les taux d'intérêt sur les *Standing lending facility* (SLF), qui est un outil de support de liquidité pour ses branches locales. Cet outil a été créé en 2013 afin de fournir des fonds aux banques lorsque celles-ci ne sont plus capables de se financer sur les marchés interbancaires. Le secteur financier trouve encore un grand intérêt pour ce type d'outil, car comme le dit André Orléan, la finance est construite autour du « concept de *liquidité* » et son but est de « rendre les dettes négociables » (Orléan, 1999, p. 12). Cette analyse est vraie pour toutes les injections de liquidité dont nous avons parlé depuis le début de ce chapitre.

3.2 Le gouvernement

En ce qui concerne les réformes qui ont été promues par le gouvernement depuis le début de la crise, nous en retiendrons deux : la réforme fiscale et la réforme de régulation des marchés financiers.

Le Premier Ministre disait à Dalian : « Steps have also been taken to cut taxes and fees for small and micro enterprises⁸⁷ ». Le 15 novembre, Wendy Wu rapporte que « Premier Li Keqiang has said the government should have a proactive fiscal policy, increase tax breaks, expand effective investment and speed up infrastructure spending⁸⁸ ».

⁸⁵ Luan. (2015, 31 octobre). Chinese banks see narrowing profit, rising bad loans. Xinhua. Repéré à http://news.xinhuanet.com/english/2015-10/31/c_134769915.htm

⁸⁶ Reuters. (2015, 6 août). Chinese bank's bad loans rise to US\$290 billion as economy slows, manufacturers struggle. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1847059/chinese-banks-bad-loans-rise-us290-billion>

⁸⁷ Xinhua (2015, 11 septembre), *op.cit.*

⁸⁸ Wendy Wu. (2015, 15 novembre). China tipped to relax fiscal rules to spur economy. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/news/china/economy/article/1879161/china-tipped-relax-fiscal-rules-spur-economy>

En plus de cela le gouvernement central pensait augmenter son ratio de dette/PIB qui était à 56 % en 2015. Réduire les taxes pour s'endetter ressemble de très près à ce qui a été fait dernièrement dans les pays occidentaux. Les résultats ne sont pas très enviables quand on pense à la crise des dettes souveraines en Europe⁸⁹. Encore une fois, la Chine emprunte un chemin qui peut devenir dangereux si le gouvernement va trop loin dans les mesures de libéralisation. Les gouvernements locaux ont d'autant plus besoin de recettes fiscales qu'elles vont devoir commencer à augmenter les revenus indirects pour soutenir la consommation. Ces mesures sont prévues dans le 13e plan quinquennal (2016-2020).

Le 3 novembre, le président Xi Jinping a annoncé qu'il voulait améliorer le système de régulation financière. Il veut mettre l'accent sur la Banque populaire de Chine comme pilier du système de régulation qu'il faut améliorer ainsi que les autres agences : la *China Banking Regulatory Commission* (CBRC), la *China Security Regulatory Commission* (CSRC) et la *China Insurance Regulatory Commission* (CIRC)⁹⁰. Un des problèmes qui a été découvert lors de la crise est le manque de coordination de ces agences, notamment en ce qui concerne le système de circulation de l'information. On peut toutefois douter du fait que même si le système d'information avait été meilleur, la Chine aurait pu éviter cette crise. Car, comme a l'a dit plus haut, les régulateurs étaient déjà informés des dérives réglementaires sur les marchés financiers. Il est difficile de dire si la corruption de certains cadres du Parti a eu lieu pour laisser faire ou si finalement comme les opérations sur les marchés financiers arrangeaient tout le monde, personne n'a mis de frein à celles-ci.

Un exemple de régulation molle est donné par le nouveau coupe-circuit (*circuit-breaker*) qu'a annoncé le gouvernement début septembre⁹¹ 2015 et qui s'appliquera le

⁸⁹ À ce sujet, lire (Brender, Pisani, & Gagna, 2012).

⁹⁰ Zhang Yuzhe, Wang Liwei, Wu Hongyuran. (2015, 17 novembre). China Eyes More Muscle for Market Supervision. Caixin online. Repéré à <http://english.caixin.com/2015-11-17/100875163.html>

⁹¹ Sara Hsu. (2015, 11 septembre). China's Controversial Circuit Breaker Proposal. The Diplomat. Repéré à <http://thediplomat.com/2015/09/chinas-controversial-circuit-breaker-proposal/>

1er janvier 2016⁹². Les régulateurs ont proposé d'appliquer un coupe-circuit sur l'indice CSI300 qui suit les 300 plus grosses entreprises de la Chine continentale. Ils ont dit que si l'indice monte ou descend de 5 points, les échanges s'arrêteront pendant trente minutes. Si on est à 7 points de fluctuation, alors les échanges s'arrêteraient pour la journée⁹³. Avant cela, le coupe-circuit s'appliquait pour des fluctuations de 10 points. C'est l'exemple typique des « régulations » qui agissent après coup et qui n'a pas tant d'utilité que celle de ne pas trop perdre d'argent en un jour. Il aura fallu trois semaines et demie du 12 juin au 8 juillet pour perdre 30 % de valeur sur les Bourses de Shanghai et de Shenzhen, c'est perdre en moyenne moins de 5 % par jour. Le constat d'échec a été sans appel. En effet, dès l'entrée en vigueur de ce coupe-circuit, celui-ci a été activé à deux reprises dans la première semaine de son entrée en application, le lundi 4 janvier 2016 et le jeudi 7 janvier 2016⁹⁴. De fait, le gouvernement a suspendu cette méthode qui selon certains analystes a précipité les chutes boursières plutôt que de les prévenir⁹⁵.

Cette dernière partie avait pour objectif de mettre en garde quant au projet de libéralisation des marchés financiers, car celle-ci vient avec un certain degré d'instabilité pour l'économie. Le krach de l'été 2015 en est une manifestation et prouve que la Chine est encore loin des niveaux de financiarisation de l'économie si on la compare aux pays occidentaux. La dernière annonce du FMI relative à l'intégration du yuan dans le panier de

⁹² Xie Yu, Jing Yang. (2015, 4 décembre). China's stock markets to introduce circuit breaker from January 1 to stem future routs. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/business/companies/article/1886698/chinas-stock-markets-introduce-circuit-breaker-january-1-stem>

⁹³ Daniel Ren. (2015, 7 septembre). Chinese stock exchanges plan to install bourse-wide 'circuit breakers' to prevent panic selling. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/news/china/policies-politics/article/1856177/chinese-stock-exchanges-plan-install-bourse-wide-circuit>

⁹⁴ Shannon Tiezzi. (2016, 5 janvier). China Suspends Stock Market Trading After 7 Percent Drop. The Diplomat. Repéré à <http://thediplomat.com/2016/01/china-suspends-stock-market-trading-after-7-percent-drop/>

⁹⁵ Xie Yu, Laura He. (2016, 7 janvier). China stocks tumble 7pc, forcing 2nd emergency shutdown this week. South China Morning Post. Repéré à <http://www.scmp.com/business/companies/article/1898462/china-stocks-tumble-7pc-forcing-2nd-emergency-shutdown-week>

DTS vise à donner une motivation supplémentaire aux réformateurs qui doivent aller plus loin dans les politiques de libéralisation afin de répondre aux standards internationaux. Comme le disait Jean-Pierre Cabestan dans une entrevue dans Le Monde le 28 novembre 2015 : « Le ralentissement de la croissance avive le débat politique sur les réformes et leur rythme. Le FMI le sait. Et il a choisi d'encourager les plus réformateurs des Chinois⁹⁶. »

Conclusion

Le krach de l'été 2015 en Chine ne sera sûrement perçu plus tard que comme une petite déroute dans les moyens de contrôle et de régulation de l'État. Il est difficile de dire si cette petite crise a accéléré ou ralenti les mesures de libéralisation, mais en tout cas elle a rappelé à tous les acteurs économiques et au monde entier que le Parti communiste chinois prendra toujours soin de respecter le compromis implicite avec ses classes moyennes et riches. Les interventions sur les marchés financiers n'ont pas été très utiles d'un point de vue macroéconomique, mais très efficaces d'un point de vue politique. De plus, il y a des effets d'apprentissage qui ont eu lieu et qui seront sûrement très utiles par principe d'expérience qui nous permet de penser qu'il y a des chances raisonnables que des événements qui se sont produits un nombre important de fois se reproduisent dans le futur. Alors que la crise asiatique de 1997 a fait savoir au PCC que l'État devait conserver la maîtrise des flux de capitaux et des taux de change (Brink, 2014, p. 118), ce petit krach a réaffirmé que ce dernier devait continuer d'avoir la haute main sur la finance.

D'un point de vue général sur les réformes chinoises, Sebastian Heilmann explique que « China's concrete reform experience has rarely been characterized by coordinated reform packages but rather by an unsynchronized, piecemeal process of reform making whose strength is not its coherence but its openness to unexpected and tentative policy solutions that are seized upon when they come up » (Heilmann, 2009, p. 435). Cette

⁹⁶ Claire Guélaud. (2015, 28 novembre). « Pékin n'est pas prêt pour une libéralisation totale du yuan ». Le Monde. Repéré à http://www.lemonde.fr/economie/article/2015/11/28/pekin-n-est-pas-pret-pour-une-liberalisation-totale-du-yuan_4819624_3234.html

caractérisation est pertinente compte tenu des événements récents en Chine. En effet, même si l'État a une tendance à la libéralisation lente et progressive, le *shadow banking* de son côté poursuit son désir de rentabilité quitte à contourner les règlements et lorsque ce système fait des dégâts le gouvernement saute sur l'opportunité pour faire pression par la répression. Comme on l'a dit en introduction, le mot « crise » en chinois se dit 危机 (*weiji*) et est composé des caractères « danger » et « opportunité ». Cela caractérise bien l'attitude du gouvernement chinois en période de crise où lorsqu'un danger apparaît, il y voit l'opportunité de réaffirmer sa pleine puissance. On attend maintenant les mesures concrètes qui vont donner plus de force aux régulateurs pour éviter un développement encore plus massif du *shadow banking*.

La libéralisation de l'économie qui s'accompagne de la libéralisation de la finance prend le risque d'une augmentation de l'instabilité sur les marchés financiers. Yasheng Huang avait remarqué que le développement de la finance informelle était plus important non seulement dans les périodes où la Chine se libéralisait, mais aussi dans les régions où les politiques économiques étaient les plus libérales (Huang, 2012, p. 159). L'État doit ainsi être vigilant et à l'avenir il serait pertinent d'observer ce qui se passe dans les milieux financiers des zones de libre-échange (ZLE) notamment à Shanghai. Le temps nous dira quelles seront les nouvelles mesures de régulation et de libéralisation établies en Chine sous Xi Jinping et Li Keqiang. Une chose est sûre, comme le montre le 13e plan quinquennal (2016-2020), la Chine a encore de nombreux défis industriels à accomplir, notamment dans le domaine de la transition énergétique et pour les réaliser au mieux il est préférable de rester dans un modèle de capitalisme industriel dominé par les banques publiques plutôt que dans un modèle financiarisé qui ressemblerait à celui des États-Unis. Même si l'on reconnaît le caractère destructeur des deux modèles, le modèle actuel a au moins le mérite de penser des projets de développement à long terme et de continuer à sortir de nombreux Chinois de la pauvreté.

Une des difficultés de l'approche régulationniste dans l'observation de la Chine est que ce pays est constamment en changement depuis le début de la libéralisation sous Deng Xiaoping. Les cinq formes institutionnelles classiques sont constamment en train de

se transformer. « Ce phénomène d'altérité à la fois *lente* et *endogène* des structures » (Lordon, 1995, p. 22) a été qualifié d'endométabolisme et rend plus difficile, mais non impossible l'établissement de macro-régularités. Dans un régime d'accumulation dominé par la concurrence on peut espérer voir une transition où le rapport salarial en faveur des travailleurs serait dominant pour une société plus juste et moins inégalitaire comme le prônent les dirigeants actuels. La « grande crise » au sens régulationniste se fait alors attendre.

CHAPITRE IV : LES STRUCTURES DU CAPITALISME JAPONAIS DE 1945 À 1990

Tout comme nous l'avons fait dans le chapitre 2 avec le capitalisme chinois, nous nous proposons ici de décrire les formes institutionnelles qui caractérisent un certain mode de régulation du capitalisme japonais. Encore une fois, dans le cadre de la théorie de la régulation, nous nous intéressons aux dynamiques des changements institutionnels depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, ainsi qu'à la compréhension des complémentarités institutionnelles qui expliquent le miracle japonais, mais aussi la décennie perdue et l'enfoncement dans une crise dont on voit difficilement la sortie.

Par tradition du temps long, chère à l'École des Annales, nous rappellerons les grandes étapes des changements institutionnels et des crises survenues au Japon depuis 1945. Après avoir rappelé les grandes étapes de l'histoire — l'Occupation américaine (1945-1952), la période de Haute-croissance (1955-1973) et les crises pétrolières (1973 et 1979) — nous présenterons ce que les régulationnistes ont appelé le mode de régulation compagnie-iste et ses évolutions. Par la suite, nous analyserons les mesures libéralisantes prises principalement à partir des années 1970-80 et qui ont abouti à la décennie perdue des années 1990.

Une fois de plus, nous cherchons à mettre en relation la libéralisation financière et l'instabilité économique et financière qui pourrait en résulter. Nous nous concentrons donc sur la forme institutionnelle « monnaie » et sur la forme institutionnelle « État » qui selon nous expliquent une très grande partie de la décennie perdue, même s'il existe bien sûr bien d'autres explications selon les approches. Nous reviendrons sur les différentes approches tout au long de ce chapitre et dans le chapitre suivant qui traite des crises de 1990 à nos jours.

1. ÉVOLUTIONS DES INSTITUTIONS JAPONAISES DE 1945 À 1973

1.1 L'Occupation américaine (1945-1952)

1.1.1 Changements apportés par les Américains

Le 15 août 1945, le Japon capitule après avoir mené une guerre d'agression expansionniste en Asie de l'Est et du Sud-Est. Le Japon est alors en ruine lorsque débute l'Occupation américaine qui opérera de nombreux changements institutionnels au Japon. Quels ont été ces grands changements qui vont nous intéresser par la suite ?

Tout d'abord, les Américains ont poussé le Japon à faire une réforme agraire qui visait à installer une « agriculture de petits propriétaires » (Bernier, 1995, p. 19). Cela signifie qu'il fallait exproprier partiellement les grands propriétaires terriens et redistribuer les terres. Ils ont aussi modifié le rapport salarial par la création de syndicats et ont cherché à interdire les *zaibatsu* en éliminant les *holdings*. Ils ont enfin cherché à imposer la démocratie au Japon en réécrivant la Constitution qui donnait la souveraineté au peuple.

À la sortie de la guerre, le but pour le Japon était de réorganiser une économie de marché compétitive (Dourille-Feer, 2005, p. 5). Pour cela, il fallait modifier le fonctionnement actuel des institutions du pays. Pour répondre à cet objectif, les Américains ont cherché à casser les *zaibatsu* considérés comme des entités monopolistiques. Les *zaibatsu* sont des conglomérats industriels dont le contrôle revient à une seule famille possédant une société de *holding* (Dourille-Feer, 2005, p. 14). Cette société investit dans tous les secteurs stratégiques de l'économie afin de diversifier les risques et multiplier les profits. Ce type d'organisation des entreprises a permis la création de très grands groupes financiers étroitement liés avec les milieux industriels. L'importance pour les Américains de démanteler les *zaibatsu* possède un caractère idéologique évident. Cette idéologie est en faveur de l'économie de marché théorisée par Adam Smith au XVIIIe siècle (Smith, 2000) et qui est donc anti-monopole et proconcurrence libre et non faussée. Les Américains ont aussi voulu anéantir les *zaibatsu*, car ces derniers ont joué un rôle très important durant l'expansion du Japon à partir de 1931. Nous précisons le caractère idéologique, car d'un point de vue de la puissance d'une

entreprise sur les marchés mondiaux, il est plus facile de devenir le meilleur compétiteur en étant en situation de monopole dans son propre pays. Autrement dit, si on fait de très grandes entreprises nationales, on aura plus de chance d'être compétitif à l'international.

En même temps, les syndicats et les partis politiques ont été autorisés au Japon. De 1945 à 1950, les syndicats vont obtenir de nombreux avantages sociaux pour les travailleurs japonais. Leurs méthodes vont de l'occupation d'usines à la séquestration de patron dans leur bureau (Bernier, 2009, p. 106). Parmi les avantages obtenus pour les travailleurs, il y a notamment la reconnaissance des ouvriers « comme membres à part entière des entreprises » (Bernier, 2009, p. 106). Cela signifie que les ouvriers reconnus comme travailleurs réguliers vont avoir accès à la sécurité de l'emploi, ils pourront recevoir des promotions et bénéficier de plans de retraite (Bernier, 2009, p. 106). Les employés ont aussi obtenu que le salaire soit déterminé en fonction de l'ancienneté dans l'entreprise. Ils obtiennent aussi des hausses de salaire pour tenter de maintenir leur pouvoir d'achat dans un contexte de forte inflation causée par d'importantes dépenses gouvernementales. Dans certaines entreprises, les syndicats ont obtenu la création d'un comité paritaire dont le pouvoir de décision est partagé entre les représentants patronaux et syndicaux (Bernier, 2009, p. 107). Ces nombreuses avancées ont clairement modifié le rapport salarial, ce qui a permis de réduire les inégalités au Japon d'après-guerre. En décembre 1945, le nombre de syndiqués s'élevait à 500 000 travailleurs contre 6,5 millions un an plus tard (Bernier, 2009, p. 107). De fait, les institutions créées à cette époque seront déterminantes pour expliquer la période de haute croissance.

Un autre point intéressant est la réécriture de la Constitution en 1946-47. La Constitution écrite par les Américains a interdit au Japon d'avoir une armée. Cette décision va être d'une importance capitale pour le pays, car par la suite, le Japon cherchera à être grand sur la scène internationale par des moyens économiques et non plus militaires (Bernier & Mirza, 2007, p. 44). Cette Constitution fait du Japon un système démocratique à deux chambres avec un empereur toujours en place, mais dédivinisé. En outre, la souveraineté revient désormais au peuple et non plus à l'empereur.

De 1945 à 1949, l'inflation au Japon est très importante, car le pays tente à la fois de relancer son économie via les investissements dans ses industries tout en cherchant à limiter l'inflation. Le Japon ne parvenant pas à limiter l'inflation, les Américains feront appel au banquier Joseph Dodge (Dourille-Feer, 2005, p. 21) pour mettre en place un plan qui sera connu sous le nom de « Plan Dodge ». Son plan qui débutera en 1949 consistera à limiter l'inflation en priorité, il impose donc une politique d'austérité en posant comme principe directeur la poursuite de l'équilibre budgétaire (Dourille-Feer, 2005, p. 21). Ce principe sera maintenu jusqu'en 1965, date à partir de laquelle l'État commencera à se financer par la vente d'obligations (Bernier, 1995, p. 93). Le plan Dodge imposera un taux de change de 360 yens pour un dollar qui se maintiendra jusqu'au choc Nixon de 1971 (Bernier, 1995, p. 85), ce qui permettra de favoriser les exportations japonaises vers les États-Unis, car c'est un niveau très faible pour le yen. Ce plan a mis en place un contrôle des capitaux plutôt restrictif afin de protéger l'économie japonaise. Ce plan a aussi cherché à limiter les pouvoirs des syndicats pour en partie limiter l'inflation salariale. Le Plan Dodge a finalement réduit l'inflation, mais au prix d'étouffer l'économie japonaise, ce qui va entraîner une réaction des autorités japonaises.

En effet, les autorités japonaises vont prendre la mesure la plus importante qui explique en grande partie la période de haute croissance, c'est la création du *Ministry of International Trade and Industry* (MITI) qui résulte de la fusion du *Ministry of Commerce and Industry* (MCI) (créé en 1925) et du Bureau du commerce. Le MITI est l'arme dont va se doter le gouvernement japonais afin d'avoir un contrôle quant à la direction des investissements dans l'économie réelle. En 1949, le MITI rédige un rapport⁹⁷ qui va donner les « grandes lignes directrices du développement » du Japon pour les prochaines décennies (Dourille-Feer, 2005, p. 25). Ce plan qui va être mis en place à partir de la Guerre de Corée (1950-1953) permettra de relancer l'économie japonaise grâce aux ventes d'armes et autres produits à l'armée américaine combattant en Corée.

⁹⁷ Le nom de ce rapport est « Politique de rationalisation industrielle »

1.1.2 Objectifs stratégiques

Le Japon d'après-guerre va chercher à développer l'industrie lourde qui est perçue comme le « moteur de la croissance économique » (Bernier, 1995, p. 46). Une partie de cette production est destinée à l'exportation. L'exportation va permettre au Japon d'accumuler des devises étrangères qui vont servir à financer les importations de matières premières ainsi que les technologies étrangères (Bernier, 1995, p. 46).

Afin de protéger l'économie nationale pour mieux la développer, le rapport intitulé « Politique de rationalisation industrielle » fait deux propositions principales : la première était de s'assurer que les entreprises nationales obtiennent du financement des banques. Pour cela, la Banque du Japon (BOJ) qui est la banque centrale assure aux douze principales banques du pays une garantie de fonds nécessaires au-delà de leurs avoirs. La BOJ prend ainsi au sérieux son rôle de prêteur en dernier ressort. La seconde proposition donnera naissance à deux lois en 1949, une sur le commerce extérieur et l'autre sur le change ; et à une loi en 1950 établissant un système de permis d'entrée pour le capital étranger (Bernier, 1995, p. 47). De plus, une loi de 1952 qui vise la promotion de la rationalisation des entreprises va permettre l'octroi de subventions gouvernementales. Le but était le développement des infrastructures industrielles. Comme le Japon était fort dans l'industrie lourde (relancée en grande partie grâce à la Guerre de Corée), il va lancer une série de plans de rationalisation dans l'acier (1951), la pétrochimie (1955), les machineries (1956), mais aussi dans les nouvelles technologies avec un plan pour les fibres synthétiques (1953) et un autre pour l'électronique (1957) (Bernier, 1995, p. 47), etc.

Dans cette phase de reconstruction et de relance du Japon, l'accent est clairement mis sur le secteur secondaire avec un système de prêt direct des banques aux entreprises garanti par la banque centrale et un MITI qui oriente les investissements vers ce secteur.

Voyons à présent comment ces institutions ont contribué à la période de Haute-croissance de 1955 à 1973.

1.2 La Haute-croissance (1955-1973)

Cette période est considérée comme le miracle japonais. Le taux de croissance était de l'ordre de 9 % en moyenne sur la période allant de 1955 à 1973 (Dourille-Feer, 2005, p. 40). La Haute-croissance est marquée par le fait qu'il y a un faible écart des revenus entre les travailleurs et les patrons et les revenus ont augmenté pour tout le monde⁹⁸, ce qui conduit à une répartition des revenus très égalitaire avant redistribution. Comme le rappelle Michel Aglietta, « la demande intérieure a été le moteur [du mode de croissance] et non les exportations. L'économie japonaise a été peu ouverte (moins de 10 % du PIB) pendant sa phase de haute croissance contre une extraversion extrême en Chine » (Aglietta & Landry, 2007, p. 50). Toutefois, il faut nuancer ce propos. En effet, il faut rappeler que les exportations ont été cruciales pour maintenir le taux de profit des entreprises. Pour ce qui est du marché interne, il était orienté vers les équipements industriels plus que vers la consommation des ménages qui demeure faible jusque dans les années 1970. Comme on l'a vu, le MITI a un contrôle très important sur les importations et sur les exportations du Japon. Parmi les outils de contrôle qui sont utilisés, on retrouve les quotas dans les années 1950, puis surtout les tarifs douaniers dans les années 1960, mais aussi des critères de qualité, des achats préférentiels de produits japonais ou encore des interdictions d'importer certains biens (Bernier, 1995, p. 50). Grâce au contrôle des capitaux, le MITI peut empêcher des investisseurs japonais d'investir dans des industries étrangères si celles-ci concurrencent les industries japonaises. De même, les interdictions d'importation se font dans des domaines où l'industrie japonaise cherche à se développer. Par exemple, dans le secteur de l'automobile, le Japon a protégé son industrie jusqu'à ce qu'il considère que ses voitures soient suffisamment concurrentielles pour conquérir des parts de marché mondiales.

Le rôle du MITI a changé vers la fin des années 1960. Depuis sa création en 1949 jusqu'à 1965, le MITI a eu pour premier rôle de coordonner « la définition des politiques

⁹⁸ Par exemple, il y a eu un doublement des revenus sous Ikeda entre 1960 et 1963.

de développement industriel, tout autant quant au choix des secteurs prioritaires à développer que quant aux moyens mis en œuvre pour le favoriser (permis d'importations, politique bancaire, allègements fiscaux, subventions aux exportations) » (Bernier, 1995, p. 112). Son second rôle était « d'assurer la collaboration entre le gouvernement et les associations patronales ou les entreprises » (Bernier, 1995, p. 112). Les politiques du MITI ont été imposées de manière stricte jusqu'à 1965 par l'intermédiaire de lois ou règlements, pour ensuite passer par un système d'« incitations administratives » qui sont en fait des recommandations faites aux entreprises qui ne sont pas tenues de les suivre⁹⁹ (Bernier, 1995, p. 112).

Après 1970, dans un contexte de libéralisation du marché des biens et des services financiers combiné avec une augmentation du capital japonais investi en dehors du pays, le MITI va perdre d'importants moyens de contrôle. Parmi ces moyens il y a « l'abolition des permis d'importation, perte de certains moyens de protection douanière, diminution des subventions aux exportations, etc. » (Bernier, 1995, p. 113). En réaction à ces changements institutionnels, le MITI va orienter sa stratégie vers le développement technologique (Bernier, 1995, p. 113). Nous y reviendrons plus loin.

1.2.1 Système bancaire

Dans la période de Haute-croissance, le système bancaire est très parcellisé entre de nombreux types de banques. Au-dessus des banques, il y a la Banque du Japon (BOJ) qui est la banque centrale du pays. Comme la plupart des banques centrales, elle met en œuvre la politique monétaire et a donc le monopole de l'émission de monnaie. Elle fixe l'escompte ou encore le système de réserve obligatoire (depuis 1959), entre autres (Bernier, 1995, p. 55). En réalité, la politique monétaire était établie par le ministère des Finances en collaboration avec le ministère des Postes, puis ils imposaient cette politique à la BOJ.

⁹⁹ Mais qui peuvent néanmoins subir des sanctions si elles ne les suivent pas.

Du côté des banques privées, il y a les banques nationales (*city banks*), les banques régionales et les banques de crédit à long terme. En général, les banques régionales et les banques nationales vont prêter à court terme, car les banques de crédit à long terme et les compagnies de fiducie (*trust*) ont le monopole des crédits de long terme dans le secteur privé. Parmi les banques de crédit à long terme, on a la Banque Industrielle du Japon, la Banque japonaise de Crédit à long terme ou encore la Banque de Crédit du Japon.

En ce qui concerne les banques publiques, on retrouve la Banque de Développement du Japon qui a été créée en 1951 et qui dépend directement du ministère des Finances (Bernier, 1995, p. 53). Cette banque peut faire des crédits à long terme à des taux faibles pour les secteurs prioritaires, dès lors que ces prêts ont été approuvés par le MITI (Bernier, 1995, p. 53). De plus, il existe la Banque Import-Export qui a été créée en 1950 et qui est un équivalent de la *Exim Bank* en Chine, c'est-à-dire qui a pour tâche de promouvoir les exportations.

Tout comme en Chine, le financement des entreprises se fera principalement par les prêts bancaires. Ainsi, les entreprises japonaises se financent jusqu'à la fin des années 1970 en moyenne à 80 % par le crédit bancaire et à 20 % par la vente d'actions (Bernier, 1995, p. 58). Bernard Bernier explique que : « Le gouvernement a strictement séparé les opérations de crédit, réservées aux banques, et la vente des actions et des obligations, sous contrôle de maisons de courtage, dont les quatre plus grande sont Nomura, Daiwa, Nikko et Yamaichi » (Bernier, 1995, p. 58). Ce système a permis de réaliser de très hauts niveaux de croissance en ciblant précisément les secteurs porteurs d'avenir et en gardant un système de financement très compartimenté.

Enfin, il existait au Japon ce qu'on appelle le système de convoi entre les banques et le gouvernement. L'idée était de protéger les banques commerciales les plus faibles via des mesures gouvernementales. Bertoldi ajoute que ce système de convoi visait « à garantir la survie de toutes les grandes banques japonaises » (Bertoldi, 2002, p. 311). Ce système allait de pair avec la recherche de l'emploi à vie. Ce système va changer dans la décennie perdue, nous y reviendrons au chapitre suivant.

1.2.2 Le « Système 55 »

Le « système 55 » est le nom donné au système de relation économique et politique qui a été mis en place autour de 1955, année de la fondation du Parti Libéral-Démocrate (PLD) — né de la fusion de deux partis conservateurs — et qui était en vigueur jusqu'à la fin des années 1980. Ce système met de l'avant les relations étroites entre le parti au pouvoir — sans interruption de 1955 à 1993, à savoir le Parti Libéral Démocrate —, les bureaucrates et les milieux d'affaires (*zaikai*) (Bernier, 2009, pp. 110-111). Ces trois composantes forment un triumvirat très efficace d'un point de vue de la croissance économique. La croissance économique était par ailleurs l'objectif national à atteindre pendant cette période (Bernier, 2009, p. 110).

En ce qui concerne les conditions de travail au sein des grandes entreprises, le « système 55 » se caractérise par le fait qu'un des objectifs était la poursuite des emplois à vie pour les employés des grandes entreprises, un salaire qui augmente avec l'ancienneté et des syndicats souvent proches des directions patronales. Nous avons vu plus haut que ces modifications dans le rapport salarial seraient importantes pour la période de haute croissance, ce qui a été démontré par ce « système 55 » qui réunit différentes institutions pour tenter d'expliquer le miracle japonais. L'école de la régulation tente de dépasser les analyses de la période de Haute-croissance vues à travers le « système 55 ».

1.2.3 Les crises du pétrole

La crise du pétrole de 1973 vient porter un coup à la croissance japonaise. L'augmentation des prix du pétrole se fait très vite ressentir. Si bien qu'entre 1973 et 1974, le taux de croissance est passé de 8,03 % à -1,23 % respectivement. La crise pétrolière de 1979 a été beaucoup moins nocive envers la croissance japonaise passant de 5,48 % en

1979 à 2,82 % en 1980¹⁰⁰. Ces deux chocs pétroliers ont entraîné une « réorientation des structures industrielles » (Dourille-Feer, 2005, p. 47). Inoué et Yamada ajoutent que : « l'économie japonaise a été touchée par le choc pétrolier en 1973 avec une baisse du taux de croissance, un envol inflationniste, et une chute du taux de profit. Le Japon a donc souffert de stagflation [...]. Cependant, orienté de plus en plus vers la croissance dirigée par l'exportation, le Japon devient « puissance économique » » (Inoué & Yamada, 2002, p. 411). Le Japon a cherché à se diriger vers une structure industrielle moins consommatrice d'énergie, car le développement des secteurs industriels lourds choisis par le MITI a engendré de nombreux problèmes de pollution et coûte très cher en pétrole (Bernier, 1995, p. 86). C'est dans ce contexte que le Japon décide de réorienter son industrie vers les hautes technologies (Bernier, 1995, p. 87).

Une analyse en termes de régime écologique serait très pertinente à partir de la fin des années 1960 et tout au long des années 1970, car à la fin des années 1960, il y avait de nombreux problèmes de pollution qui causaient des maladies graves. Conséquences de la volonté d'industrialisation et de la poursuite de la croissance à tout prix. On pense aux personnes qui ont été empoisonnées par du mercure organique à Minamata et Niigata, ou encore au cas d'asthme à Yokkaichi et Kawasaki liés aux raffineries de pétrole et enfin à la maladie Itai-Itai à Toyama liée au cadmium provenant de déchets miniers (Bernier, 1995, p. 71). Au-delà des nombreuses pressions citoyennes qui ont forcé le gouvernement à reconnaître les cas de maladies liés à l'industrialisation effrénée (car le gouvernement a longtemps nié ses responsabilités et celles des entreprises), le choc pétrolier a accéléré la prise de conscience des externalités négatives liées à l'industrie lourde très énergivore. On peut se demander à quel point le régime écologique est pris en compte dans la transition qu'a opérée l'économie du Japon suite aux chocs pétroliers. Ce n'est pas l'objectif de ce travail, mais peut faire l'objet de travaux de recherches ultérieurs.

¹⁰⁰ Banque Mondiale. Repéré à <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&locations=JP&start=1978> (Consulté le 2 juin 2016)

Cette première partie est une courte introduction du système capitaliste japonais. Le Japon est passé d'un pays en ruine à un pays industrialisé spécialisé dans l'industrie lourde. Le développement de ses industries dirigé par des chefs d'entreprises en relation étroite avec les pouvoirs publics a permis une période de haute croissance qui s'est ralentie avec les crises successives du pétrole. Ces crises ont contribué à la transition du régime de croissance qui est passé d'un régime de croissance tiré par les investissements et la demande intérieure à un régime de croissance tiré par les exportations dans les années 1980 (Lechevalier, 2011c, p. 301).

À présent, voyons l'approche de la théorie de la régulation en ce qui concerne le mode de régulation et le régime d'accumulation japonais dans le « système 55 ».

2. UN MODE DE RÉGULATION COMPAGNIE-ISTE

2.1 Les fondements du compagnie-isme

Dans sa réflexion sur le mode de régulation japonais, Toshio Yamada est parvenu en 2000 à la conclusion qu'on pouvait le qualifier de « compagnie-iste » (Lechevalier, 2011d, p. 58). Ce mode de régulation se précise dans les années 1970 et provient de la mise en place et de l'institutionnalisation du compromis social d'après-guerre (Lechevalier, 2011d, p. 70). Selon Yamada, « La régulation compagnie-iste repose sur deux fondements principaux : le compromis capital-travail concernant la sécurité de l'emploi et le compromis banque-entreprise concernant la sécurité apportée par la banque principale aux dirigeants de l'entreprise. » (Yamada & Hirano, 2015, p. 27)

En ce qui concerne la sécurité de l'emploi, nous avons vu que c'est une caractéristique du « système 55 ». Pour les régulationnistes, le rapport salarial est la forme institutionnelle considérée comme le cœur de tout système capitaliste, et donc il est logique que la recherche de la sécurité de l'emploi qui passerait devant une recherche de profit par exemple soit au cœur du mode de régulation. Or, une des limites de cette analyse est le fait que l'emploi à vie ne concerne pas tous les salariés japonais, mais

seulement ceux qui sont des travailleurs réguliers dans les grandes entreprises japonaises. Ce qui ne concerne qu'environ 30 % des employés jusqu'à la fin des années 1980 (Bernier, 1995, p. 53). Mais nous gardons l'idée du compagnie-isme, « car l'appartenance à la grande entreprise façonne la quasi-totalité de la relation de travail » (Boyer, 2011, p. 23). C'est-à-dire que l'idéal dans la société japonaise est de parvenir à maintenir la sécurité de l'emploi, même si ce n'est pas possible pour les deux tiers des employés d'y accéder. Yamada précise lui-même que ce mode de régulation s'applique principalement aux grandes entreprises, mais la généralisation à l'ensemble de l'économie est justifiée par l'émergence de ce mode de régulation « en tant que valeur sociale dominante dans le Japon d'après-guerre » (Yamada & Hirano, 2015, p. 27). En échange de la sécurité de l'emploi, les salariés ont accepté « des devoirs illimités » (Yamada & Hirano, 2015, p. 27) au sein de l'entreprise.

Le deuxième fondement du compagnie-isme est le compromis banque-entreprise qui s'exprime à travers le système de la banque principale (*main bank*). Ce système a joué un rôle primordial pour le développement des industries japonaises. On l'observe au sein des *keiretsu* qui sont une sorte de réincarnation des *zaibatsu* du début des années 1950 (Dourille-Feer, 2005, p. 95). Sébastien Lechevalier décrit ainsi les *keiretsu* : « Le *keiretsu* est une forme de « conglomérats » avec, en son centre, une banque principale qui joue un rôle équivalent à la structure *holding* dans le cadre des *zaibatsu* d'avant-guerre. Cette banque principale se définit moins par sa participation dans le capital du groupe (qui est légalement limité à 5 % du capital) que par sa position de créateur privilégié » (Lechevalier, 2011b, p. 174). En cas de problème pour une entreprise appartenant à un *keiretsu*, celle-ci peut demander à la banque principale, avec laquelle elle développe une relation de confiance, de lui prêter de l'argent pour l'aider. La banque principale peut alors choisir si elle désire sauver ou bien faire couler cette entreprise, ce que Masahiko Aoki a appelé la « gouvernance contingente » (Aoki, Jackson, & Miyajima, 2007, p. 429). Dans l'optique qu'on cherche à maintenir les emplois, la banque principale peut demander à changer des employés de postes dans le réseau du *keiretsu*. Cela signifie qu'un employé d'un grand groupe peut se retrouver à travailler pour un sous-traitant de sa compagnie. La banque

peut aussi forcer l'entreprise en difficulté à accepter des administrateurs nommés par la banque. Il existe donc un marché du travail interne à chaque *keiretsu* et les dirigeants d'entreprise vont se servir de cette stratégie pour limiter les mises à pied.

2.2 La théorie de la relation hiérarchique marché-firme

Akinori Isogai a amené la théorie de la relation hiérarchique marché-firme pour tenter de corriger un peu le modèle compagnie-iste, dans le sens où ce modèle « a exagéré l'homogénéité du rapport salarial au Japon » (Lechevalier, 2015, p. 89). Ainsi, selon Isogai, il est important de tenir compte de la « relation étroite entre le marché du travail et les relations interentreprises d'un côté, et l'organisation de l'entreprise de l'autre, afin de discuter plus en détail les structures organisationnelles spécifiques aux grandes entreprises, ainsi que leurs attributs comportementaux » (Isogai, 2015, p. 48). Cette théorie cherche à nous donner un modèle pour expliquer les transformations du capitalisme japonais dans les années 1990. En expliquant les changements dans les modes d'organisation des entreprises japonaises, Isogai amène des explications pertinentes quant aux évolutions des institutions du pays. L'autre explication importante est le fonctionnement des *keiretsu* et plus particulièrement le réseau de sous-traitance et la segmentation du marché du travail qui sont des réalités à l'intérieur des *keiretsu*.

Nous reviendrons sur les changements d'organisation à l'intérieur des entreprises dans le chapitre suivant. Concentrons-nous sur les *keiretsu* afin de bien comprendre le fonctionnement de ceux-ci. Nous avons déjà expliqué le principe de la banque principale qui assure aux entreprises d'un même *keiretsu* un accès privilégié à des prêts bancaires. Les *keiretsu* fonctionnent aussi par un système de participations croisées entre les compagnies d'un même *keiretsu*. Ceci permet d'avoir un actionnariat stabilisé et de se prémunir contre des OPA hostiles (Isogai, 2015, p. 49). Les participations croisées garantissent un certain niveau de liquidité entre compagnies interdépendantes, car c'est dans l'intérêt de chaque entreprise de s'assurer que les autres compagnies dont elles possèdent des parts sont en bonne santé financière. Ceci permet enfin de stabiliser la

gestion, car les risques de licenciement liés à des problèmes de fonds sont très limités jusqu'à la fin des années 1980.

La sous-traitance au sein des *keiretsu* est un élément très important du fonctionnement des entreprises japonaises. Comme l'explique Bernard Bernier : « Au Japon, les grandes entreprises ont tendance à diviser les tâches et à confier à des entreprises subordonnées des activités connexes de production ou de service. [...] la plupart des grandes entreprises ont développé un réseau de filiales et de sous-traitants. En général, au Japon, les sous-traitants ont des contrats d'exclusivité avec une grande compagnie qui, en réalité, les contrôle » (Bernier, 1995, pp. 159-160). Il y a un réel rapport de subordination entre les grandes entreprises et leurs sous-traitants qui constitue un élément de la relation interentreprises qu'Isogai inclut dans sa théorie. Les grandes entreprises peuvent imposer des conditions dans les délais, la qualité, les prix ou encore les dates de paiement, entre autres (Bernier, 1995, p. 160). En période de difficulté, les grandes entreprises reportent leurs problèmes sur les PME qui leur sont subordonnées (Bernier, 1995, p. 160). Par exemple, elles peuvent mettre plus de temps à payer des services rendus ou encore demander à une PME de changer de mode de production à ses frais pour répondre aux exigences de production.

Cette relation interentreprises est en lien direct avec la segmentation du marché du travail. On entend par « segmentation du marché du travail » l'idée qu'il y a des travailleurs réguliers et des travailleurs non réguliers. Les travailleurs réguliers sont ceux qui ont accès aux meilleurs avantages des grandes entreprises — comme l'emploi à vie ou les primes d'assurance — et qui peuvent monter dans la hiérarchie de leur entreprise. Les travailleurs non réguliers sont ceux qui travaillent à temps partiel ou qui travaillent dans les entreprises de sous-traitance¹⁰¹ et n'ont donc que très peu de perspective d'avenir au sein de leur entreprise à moins de réussir à devenir employés réguliers dans la société mère qui contrôle leur compagnie. Bernard Bernier dit qu'« un salarié non régulier peut

¹⁰¹ Toutefois, les statistiques officielles les comptabilisent comme travailleurs réguliers, même si leur sécurité d'emploi est faible.

devenir régulier, et ce plus facilement depuis 1970 qu'auparavant » (Bernier, 1995, p. 164). On verra dans le chapitre suivant l'évolution des salariés suite à la crise des années 1990.

2.3 Coordination et complémentarité institutionnelle

Sébastien Lechevalier met l'accent sur la coordination des institutions japonaises, ce qui révèle des complémentarités institutionnelles qui nous aident à comprendre le miracle japonais. Sa démarche vise à élargir la théorie de la relation hiérarchique marché-firme (Lechevalier, 2015, p. 91) considérée par Uemura comme complémentaire avec l'explication compagnie-iste du mode de régulation. En effet, Uemura écrit : « Les arrangements institutionnels qui ont existé entre l'organisation des entreprises, les réseaux de sous-traitance et la segmentation du marché du travail au Japon sont appelés le « rapport hiérarchique marché-firme » par la théorie de la régulation. Ces arrangements institutionnels ont été des structures complémentaires du mode de régulation compagnie-iste à la japonaise » (Uemura, 2015, p. 141).

L'approche en termes de coordination a été amenée par Sébastien Lechevalier en 2007 (Lechevalier, 2007) pour tenter de donner une explication à la crise des années 1990. Nous cherchons ici à montrer cette approche au risque de nous répéter en réinterprétant une fois de plus ce qui a déjà été exposé jusqu'à présent dans ce chapitre. Selon Lechevalier, l'« âge d'or » (Lechevalier, 2011b, p. 173) de la coordination institutionnelle présentée ici se situe dans les années 1970 au Japon.

Lechevalier pense à trois types de coordination en fonction de l'acteur et du niveau considérés (Lechevalier, 2011b, p. 174). Le premier niveau est celui de la structure industrielle et à ce niveau-là, on peut distinguer une coordination des *keiretsu* et une coordination des sous-traitants. Le second type de coordination se situe au niveau du secteur et des relations professionnelles. À ce niveau-ci, nous étudierons le *shunto*. Enfin, on peut faire une analyse au niveau du gouvernement. On retrouve la forme institutionnelle « État » en ce qui concerne la politique industrielle et le bureaupluralisme (Lechevalier, 2011b, p. 174).

2.3.1 Niveau de la structure industrielle

Au niveau de la structure industrielle, les *keiretsu* ont joué un rôle très important de coordination. Nous avons déjà vu le système de la banque principale qui permet de coordonner le financement entre les compagnies d'un même *keiretsu* et leur banque. Les participations croisées sont aussi une forme de coordination ayant un rôle stabilisateur pour les gestionnaires. Lechevalier explique que le fait d'appartenir à un *keiretsu* va modifier les comportements des entreprises (Lechevalier, 2011b, p. 175), notamment au niveau de la stabilité qui existe avec leurs fournisseurs. Ces fournisseurs sont souvent des sous-traitants comme on l'a vu. La sous-traitance est une autre forme de coordination au niveau de la structure industrielle. Toutefois, il ne faut pas exagérer la place des *keiretsu* dans l'économie. En effet, « Les entreprises appartenant à un *keiretsu* ont toujours été une minorité au Japon. Ainsi, si l'on s'en tient aux six principaux *keiretsu* (Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuyo. Sanwa et Dai-Ichi Kangyo), on estime que leur contribution à la valeur ajoutée totale au milieu des années 1980 était comprise entre 15 % et 20 %, avec une contribution encore moindre en ce qui concerne l'emploi » (Lechevalier, 2011b, p. 174). Lechevalier ajoute que la sous-traitance a permis de réduire les coûts tout en maintenant une qualité importante des produits dans les années 1970.

Il existe une entraide réelle entre les entreprises d'un *keiretsu* qui peuvent compter les unes sur les autres en termes de ressources humaines et de financement comme on l'a vu, mais aussi en termes de pièces détachées et de matières premières (Lechevalier, 2011b, p. 176). Lechevalier conclut sur deux points essentiels, à savoir que les *keiretsu* étaient « un élément majeur de la coordination hors marché dans le modèle japonais classique » (Lechevalier, 2011b, p. 176), et que les sous-traitants vont devoir assumer « la charge de la flexibilité » (Lechevalier, 2011b, p. 177).

2.3.2 Niveau du secteur et des relations interprofessionnelles

Au niveau du secteur et des relations interprofessionnelles, on s'intéresse particulièrement au *shunto* comme moyen de coordination. Au Japon d'après-guerre, « le taux de croissance du salaire réel augmente moins vite que celui de la productivité » (Inoué & Yamada, 2002, p. 409). Cela signifie qu'il n'y a pas d'indexation des salaires sur la productivité comme dans le compromis salarial fordiste. Inoué et Yamada expliquent que « C'est le *Shunto*, forme de la négociation collective, qui détermine la croissance salariale annuelle » (Inoué & Yamada, 2002, p. 410). Du point de vue de la coordination, Lechevalier définit le *shunto* ainsi : « négociations salariales coordonnées au printemps, qui, dans les années 1960 et, surtout, 1970, ont constitué un élément essentiel de la coordination entre les syndicats et le patronat » (Lechevalier, 2011b, p. 178). On traduit aussi le terme par « offensive du printemps » (Bernier, 2009, p. 119). Bernard Bernier ajoute que « les centrales syndicales ont obtenu des augmentations importantes, bien qu'en retard par rapport à la croissance des profits et de la productivité, du moins jusque dans les années 1980 » (Bernier, 2009, p. 119). Le *shunto* a été un élément très important du rapport salarial japonais, surtout pour le maintien des augmentations salariales annuelles même si c'est en dessous de la croissance de la productivité. Ces augmentations ont permis de maintenir un certain niveau de la demande de consommation « assez stable et importante pour développer le marché interne des biens de consommation durable » (Inoué & Yamada, 2002, p. 410). Lechevalier conclut en disant que le *shunto* « a notamment permis de distinguer les gains de productivité entre les secteurs et de contenir l'inflation tout en permettant des hausses de salaire » (Lechevalier, 2011b, p. 178).

2.3.3 Niveau gouvernemental

À ce niveau-là, on parle de la forme institutionnelle « État » qui a un très grand impact dans l'économie politique japonaise. En termes de coordination, Lechevalier propose de se pencher sur le bureaupluralisme et sur la politique industrielle.

Le concept de bureaupluralisme peut être compris comme une reconnaissance et une représentation des divers intérêts régionaux et sectoriels dans l'administration étatique (Lechevalier, 2011b, p. 179). Ceci a pour conséquence de rendre plutôt solidaires les différents secteurs économiques les uns par rapport aux autres, mais aussi de bien répartir les rentes sur le territoire (Lechevalier, 2011b, p. 179).

En ce qui concerne la deuxième forme de coordination gouvernementale qui est la politique industrielle, l'acteur le plus important est le MITI (Lechevalier, 2011b, p. 180). Comme on l'a vu plus haut dans ce chapitre, le MITI a des pouvoirs de contrôle et de régulation plutôt étendus en ce qui concerne la politique d'innovation. Par ces faits, Lechevalier a qualifié ce type de coordination de « plus offensif » (Lechevalier, 2011b, p. 180). Le MITI pouvait encourager des entreprises à collaborer entre elles, par exemple en ce qui concerne des partenariats en R&D.

Lechevalier conclut sur ce dernier type de coordination : « Pour résumer, le bureaupluralisme et la politique d'innovation ont été les deux formes majeures de coordination dont disposait l'État « développeur » dans le capitalisme classique japonais » (Lechevalier, 2011b, p. 180).

2.3.4 Trois dimensions de la coordination

D'un point de vue fonctionnel, Lechevalier distingue trois dimensions de la coordination. Il parle tout d'abord de « la fonction d'assurance » (Lechevalier, 2015, p. 91). Cette fonction est assurée par les participations croisées au sein d'un *keiretsu*. On peut aussi interpréter cette fonction d'assurance comme une assurance pour les salariés de maintenir leurs emplois en passant par les marchés du travail internes aux *keiretsu*. La seconde dimension est « l'égalisation, qui était principalement assurée par le *shunto* » (Lechevalier, 2015, p. 91). Contrairement à la Chine post-1976, les inégalités au Japon ont eu tendance à diminuer jusqu'à la fin des années 1970 (Lechevalier, 2011d, p. 74). Enfin, la dernière dimension de la coordination est le fait que ça entraîne de nombreux « effets

de *spillover* » (Lechevalier, 2015, p. 91) concernant non seulement les innovations technologiques, mais aussi les différentes formes d'organisation dans les entreprises.

Les fonctions d'assurance, d'égalisation et de *spillover* sont des effets qui ressortent de l'analyse des complémentarités institutionnelles ou de la coordination entre les différentes institutions qui se renforcent les unes par rapport aux autres. Dans le chapitre suivant, nous verrons que ces fonctions se sont détériorées pendant la décennie perdue.

3. LES MESURES DE LIBÉRALISATION DES ANNÉES 1980

À présent, nous tentons de décrire les premières mesures de libéralisation qui sont apparues dans les années 1970 et surtout dans les années 1980 et qui préparent les conditions de possibilité d'un éclatement dans les années 1990.

3.1 Politiques néolibérales

Sébastien Lechevalier et Yves Tiberghien ont tous les deux défendu la thèse que l'entrée des politiques néolibérales au Japon à partir de la fin des années 1970 (et qui s'est accélérée dans les années 2000) a entraîné des changements institutionnels qui sont en grande partie responsables des déséquilibres survenus dans les années 1980 et surtout pendant la décennie perdue. Lechevalier précise qu'il ne veut pas parler du néolibéralisme comme la forme de capitalisme qu'aurait adopté le Japon, mais plutôt « comme l'une des forces susceptibles d'être à l'origine du changement institutionnel [...] » (Lechevalier, 2011d, p. 85). Selon lui, « les politiques néolibérales ont conduit depuis le début des années 1980 à la déréglementation des marchés, à la décentralisation de l'État et à la réduction de toutes les formes d'intervention de l'État dans l'économie en général » (Lechevalier, 2011d, p. 86).

Pourquoi y a-t-il eu libéralisation ? Dans les années 1970, une transition majeure a fait irruption. L'État commence à s'endetter là où précédemment c'était les compagnies

privées qui s'endettaient. De fait, en 1970, les actifs publics ne représentaient que 4,5 % de l'actif bancaire, pour passer à 11,4 % en 1984 (Coudert, 1985, p. 69). On voit donc s'opérer une transition lente des moyens de financement utilisés. Après les chocs pétroliers et dans un contexte de stagflation, beaucoup de pression a été mise sur le gouvernement japonais afin que celui-ci libéralise ses marchés financiers. La pression vient en grande partie des États-Unis (Tiberghien, 2011, p. 109), désireux d'accéder de plus en plus aux marchés de biens et aux marchés financiers japonais. Les Américains cherchaient alors à régler leurs problèmes de déséquilibres commerciaux avec le Japon et pensaient que la libéralisation financière pouvait y contribuer.

Tiberghien, reprenant les recherches d'Hideo Otake, explique que ce dernier a montré que les politiques néolibérales sont arrivées progressivement depuis 1978 avec les Premiers ministres Masayoshi Ohira (1978-1980) puis Zenko Suzuki (1980-1982) (Tiberghien, 2011, p. 110). Elles se sont poursuivies avec deux « porte-drapeaux¹⁰² » de la transition néolibérale que sont Yasuhiro Nakasone (1982-1987) et Junichiro Koizumi (2001-2006). On peut déjà trouver des politiques de libéralisation économique et financière qui ont été très bien recensées par Bernard Bernier avant même l'arrivée au pouvoir d'Ohira en 1978. Si on pense, par exemple, à l'affaiblissement du MITI dans un contexte de libéralisation dans les années 1970, cela correspond à la définition des politiques néolibérales telles que présentées par Lechevalier (« réduction de toutes les formes d'intervention de l'État »). Selon les politiques (monétaires, fiscale, financières, etc.), les politiques libéralisantes et néolibérales ont été mises en place à des moments différents. C'est pour cela que dans un premier temps, nous regarderons les politiques néolibérales d'Ohira à Nakasone, puis nous nous concentrerons sur les politiques monétaires et de change qui ont préparé le terrain pour la crise de 1989.

¹⁰² Expression de Lechevalier dans (Lechevalier, 2011d, p. 89)

3.1.1 D’Ohira (1978-1980) à Nakasone (1982-1987)

- Avant Nakasone

D’un point de vue général, au début des années 1980, le système financier japonais est très réglementé. Au niveau national, le système de financement est centré sur les banques et au niveau international, le contrôle des capitaux permet d’être plutôt indépendant des marchés financiers globaux (Tiberghien, 2011, p. 111). Tiberghien résume la transition néolibérale ainsi : « Entre 1979 et 1985, le gouvernement japonais va prendre une série de décisions mal coordonnées qui vont engendrer une situation de déréglementation financière mal ordonnée et mal supervisée, laquelle va ensuite jouer un rôle crucial dans la formation de l’énorme bulle spéculative de 1985-1990 et la déstabilisation de l’ensemble du système financier japonais » (Tiberghien, 2011, p. 113). Quelles ont bien pu être ces mesures ?

En ce qui concerne les marchés des biens, les discussions du GATT aussi connu sous le nom de *Tokyo Round* (1975-1979) ont été un tournant politique pour le Japon. En effet, à l’issue des discussions, le Japon concluait que la meilleure politique pour le Japon serait une politique de libre-échange (Bernier, 1995, p. 97). Des tarifs sont éliminés pour plusieurs produits dès 1978. Il existe toutefois encore des barrières non tarifaires, par exemple, il y a des standards de qualité différents, des achats préférentiels de produits japonais, un système de distribution très complexe, etc. (Bernier, 1995, p. 97). Bernier ajoute que malgré ces barrières informelles, « dès 1980, le Japon a le marché le moins protégé formellement de tous les pays industrialisés » (Bernier, 1995, p. 97). Ceci est vrai pour les marchés de biens. Voyons à présent les politiques mises en place pendant l’ère Nakasone (1982-1987).

- Politiques néolibérales de Nakasone

Le programme néolibéral de Nakasone a été résumé en trois points majeurs par Tiberghien. Le premier point est le programme de déréglementation financière. Le second

est la politique de privatisation d'entreprises publiques. Le troisième point important est le rapport Maekawa paru en 1986 (Tiberghien, 2011, p. 109).

➤ Déréglementation financière

Selon Bernard Bernier, « Les règlements et les contraintes qui entravaient le système financier japonais au début des années 1970 étaient de trois ordres : des contrôles sur les flux de fonds sur le plan international, la fixation des taux d'intérêt et la définition des limites des activités financières » (Bernier, 1995, p. 100). La déréglementation financière sous Nakasone suit une trajectoire commencée dans les années 1970 de libéralisation progressive de la finance japonaise qui répond aux contraintes dont parle Bernier. Dourille-Feer avance que « L'année 1972 marqua le coup d'envoi de la libéralisation totale des investissements directs à l'étranger » (Dourille-Feer, 2005, p. 102). En 1977, une loi sur les obligations autorise les institutions financières à revendre leurs obligations sur un marché secondaire, un an après leur acquisition. En 1982, ce sera seulement trois mois après l'acquisition d'obligation qu'elles pourront les revendre (Bernier, 1995, p. 101). Avant cette loi, les institutions financières devaient respecter les taux fixés par le ministère des Finances et surtout, elles devaient attendre la fin de maturité de leur obligation avant de pouvoir les vendre (Coudert, 1985, pp. 70-71). De plus, il y a libéralisation des taux d'intérêt sur les obligations dès 1979.

Coudert explique que « le décloisonnement a porté sur deux points essentiels » (Coudert, 1985, p. 76). Il y a d'abord eu « le *partage des activités entre banques et maisons de titres* » (Coudert, 1985, p. 76). Ces activités étaient séparées avant la loi bancaire de 1981 qui a « ouvert une partie des barrières très strictes existant auparavant » (Coudert, 1985, p. 76). En 1984, les banques ont ainsi commencé à faire du courtage. Le second point essentiel du décloisonnement concerne la « *désécialisation à l'intérieur même du système bancaire* » (Coudert, 1985, p. 76). C'est-à-dire que les banques vont élargir leurs activités qui étaient alors très compartimentées en fonction des types de banques. Les banques nationales (*city banks*) qui sont les plus importantes au Japon vont commencer à

prêter à des PME. Une des raisons de cet élargissement d'activité est simplement le fait que les plus grandes compagnies japonaises se financent de plus en plus sur les marchés financiers nationaux et internationaux. De fait, les *city banks* vont concurrencer les banques régionales et les banques de crédit à long terme sur des marchés qu'ils leur étaient préalablement destinés. C'est en grande partie à cause de la fin de l'encadrement du crédit en 1982 que va se développer la concurrence entre les banques (Coudert, 1985, pp. 77-78).

L'accord « yen-dollar » de 1984 marque une étape importante dans la pensée des régulateurs japonais, puisqu'ils s'engagent auprès des États-Unis « à un programme précis de déréglementation financière sur dix ans » (Tiberghien, 2011, p. 114). En 1984, le gouvernement japonais va retirer toutes les entraves « aux transactions entre yen et devises étrangères » (Bernier, 1995, p. 109), ce qui va accélérer l'internationalisation du yen. En 1985, la désintermédiation avance, car le gouvernement autorise les transactions directes avec les banques étrangères (Bernier, 1995, p. 109). Enfin, en 1986, depuis le marché des devises à Tokyo, on permet de faire des transactions directes sur les marchés étrangers (Bernier, 1995, p. 109). Virginie Coudert a énuméré les principales mesures de libéralisation de 1984 et 1985 (Coudert, 1985, p. 72) (cf. Annexe 1).

Le Premier ministre Nakasone a répondu à une tendance de pression à l'ouverture des marchés financiers depuis les années 1970 et qui s'est accentuée dans les années 1980 avec les Américains. Il est difficile de déterminer si les politiques menées sont néolibérales ou simplement libérales, mais ce qui est sûr, c'est que dans les deux cas on retrouve la logique générale du « moins d'États » et de la croyance en un « équilibre général résultant de la rationalité des agents économiques mis en concurrence sur un marché ». Pour trouver cet équilibre fictif qui s'exprime à travers des prix déterminés par les marchés, il convient de supprimer les règlements imposés par l'État et de laisser faire les acteurs financiers. Telle est la logique fondamentale du néolibéralisme.

➤ Privatisations

Le mandat de Nakasone est marqué par la privatisation de quatre compagnies d'État. Tout d'abord, en décembre 1984 (avec une entrée en vigueur en 1985), la *Japan Tobacco and Salt Public Corporation* qui a le monopole du sel et du tabac ainsi que la compagnie *Nippon Telegraph and Telephone* (NTT) sont toutes deux privatisées. En novembre 1986, la *Japanese National Railways* (JNR) est privatisée (entrée en vigueur en 1987). Enfin, en novembre 1987, la compagnie *Japan Airlines* (JAL) est privatisée (entrée en vigueur en 1988) (Tiberghien, 2011, p. 117). Koizumi poursuivra les privatisations lors de son mandat. Nous y reviendrons au chapitre suivant.

Ces privatisations arrivent dans un contexte mondial où l'essor des idées néolibérales fait son chemin. Si on pense à Reagan ou encore Thatcher, mais aussi à la France qui avait déjà commencé à privatiser des compagnies à partir de 1986 avec Chirac comme Premier ministre. On est encore dans une logique du moins-disant étatique et du toujours plus de marchés pour réguler l'économie. Le Japon n'a pas été épargné par une telle idéologie, d'autant plus qu'il est en position dominante sur plusieurs produits et a donc tout intérêt à s'ouvrir maintenant qu'il a rattrapé les pays les plus puissants. On retrouve cette idée avec la Chine aujourd'hui. C'est elle qui profite le plus de la mondialisation et maintenant qu'elle devient une puissance dominante, elle se libéralise de plus en plus comme on l'a vu dans les chapitres précédents.

➤ Rapport Maekawa de 1986

Le rapport Maekawa est paru en avril 1986. Il a été rédigé par Haruno Maekawa qui était alors président du « comité consultatif sur la restructuration économique pour une harmonie internationale » (Drancourt, 1989, p. 113). Ce rapport marque un tournant de l'économie politique japonaise. En effet, ce rapport exprime la volonté des gouvernants japonais de changer l'économie japonaise en profondeur. D'un point de vue général, Nakasone « prônait une internationalisation (*kokusaika*) plus grande du Japon, une

réorientation générale vers une économie de consommation et de bien-être (et non plus une économie de production) et une flexibilité plus grande » (Tiberghien, 2011, p. 121). De plus, le rapport recommande « une plus grande libéralisation commerciale, y compris dans le domaine de l'agriculture » (Tiberghien, 2011, p. 121). Drancourt ajoute que le rapport faisait quelques recommandations : « l'expansion de la demande intérieure, la transformation de la structure industrielle, l'ouverture aux importations, la stabilité des monnaies et l'internationalisation des marchés de capitaux, la coopération internationale, notamment en matière d'aide au développement » (Tiberghien, 2011, pp. 114-115).

L'idéologie du rapport Maekawa n'était pas très claire, car d'un côté on a des recommandations en lien avec le commerce, l'épargne, la finance ou le travail qui sont compatibles avec un programme néolibéral. Mais en même temps, le rapport préconise une hausse des salaires ou encore un « effort budgétaire de type keynésien » (Tiberghien, 2011, p. 121) qui contredit la logique néolibérale.

Finalement, ce rapport n'a eu que très peu d'effet sur l'économie japonaise, car il n'a produit aucune réforme concrète (Tiberghien, 2011, p. 121). En revanche, lorsque Drancourt écrit en 1989, il explique que le rapport Maekawa sert d'inspiration au gouvernement japonais et ses thèmes reviennent en permanence dans les interventions des ministres japonais à l'étranger et les sommets de chefs d'État » (Drancourt, 1989, p. 114). C'est finalement un rapport plutôt symbolique, mais qui a tout de même marqué les pensées des gouvernants du Japon de l'époque.

3.1.2 Politique monétaire et politique de change

Nous avons vu qu'après le plan Dodge en 1949, la politique de change a fixé la parité yen-dollars à 360 yens pour un dollar. Cette politique, qui a eu des effets positifs sur les exportations japonaises, s'est arrêtée avec le « choc Nixon » de 1971 (cf. Figure 4). Le yen s'est alors réévalué par rapport au dollar, passant à 271 yens pour un dollar en 1973 et à 210 yens pour un dollar en 1974. En 1972, sous le Premier ministre Kakuei Tanaka, la politique monétaire de la Banque du Japon est expansionniste en accord avec la politique

de croissance continue de Tanaka (Bernier, 1995, p. 91). Mais avec la crise du pétrole de 1973, l'inflation grimpe et va forcer le Japon à prendre des mesures de contrôle plus restrictives afin de limiter l'inflation et donc de stabiliser sa monnaie. La BOJ va alors utiliser les taux d'intérêt pour limiter l'augmentation de la masse monétaire. Pour la première fois, elle utilise l'outil monétaire « taux d'escompte », alors qu'avant elle utilisait principalement la fixation directe de tous les taux d'intérêt pour influencer les politiques de crédit. C'est seulement à partir de 1973 que le taux d'escompte est utilisé pour limiter la masse monétaire (Bernier, 1995, p. 91). Comme le dit Coudert : « La politique monétaire repose sur une réglementation des taux d'intérêt et un contrôle de la liquidité bancaire obtenu grâce à la fixation de plafonds de réescompte » (Coudert, 1985, p. 78). En plus du taux d'escompte, la BOJ fixe le taux de réserve obligatoire pour les banques commerciales et limite les sommes d'argent que ces dernières peuvent emprunter à la banque centrale (Bernier, 1995, p. 91).

Figure 4 : Taux de change de la monnaie locale en dollars américains (USD), Japon



Source : Perspective Monde. Repéré à <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?codeTheme=2&codeStat=PA.NUS.FCRF&codePays=JPN&optionsPeriodes=Aucune&codeTheme2=2&codeStat2=x&codePays2=USA&optionsDetPeriodes=avecNomP&langue=fr> (Consulté le 12 juin 2016)

Après le choc pétrolier de 1973-74, le Japon va réduire les contrôles entre 1975 et 1977 (Bernier, 1995, p. 91). Le Japon s'est alors rétabli du premier choc pétrolier quand le second survient en 1979. Malgré le fait que plusieurs secteurs ont des capacités de production inutilisées, la BOJ va quand même imposer une restriction du crédit en augmentant les taux d'intérêt ainsi que le taux de réserve obligatoire et va même jusqu'à imposer des plafonds de crédit (Bernier, 1995, p. 92). Ainsi, le taux d'escompte passe de 3,5 % en mars 1979 à 9 % en mars 1980. Le second choc pétrolier est absorbé plus rapidement, si bien que dès l'automne 1980, les taux d'intérêt et les niveaux de réserves obligatoires sont diminués. Le Japon cesse d'imposer des plafonds de crédit aux banques à partir de 1982 (Bernier, 1995, p. 92).

En décembre 1980, le contrôle des capitaux est assoupli par la levée du contrôle des changes (Coudert, 1985, p. 79). Les étrangers sont tout de même encore très restreints pour pouvoir entrer sur les marchés intérieurs japonais (Coudert, 1985, p. 79). Malgré tout, « l'activité internationale s'est considérablement développée depuis la levée du contrôle des changes en 1980 » (Coudert, 1985, p. 69). Si bien, que « depuis le début des années 1980, le Japon est le plus gros exportateur de capital » (Bernier, 1995, p. 107). L'accord « yen-dollar » de 1984 accélère d'autant plus les activités internationales, notamment par le fait que cet accord visait explicitement à internationaliser le yen.

La libéralisation du système financier va de pair avec la modification des outils de gestion monétaire. En effet, dans les années 1980, le Japon a abandonné ses interventions directes sur le marché monétaire comme la fixation de plafond ou de taux d'intérêt pour des outils qu'on qualifierait de « classiques » aujourd'hui. Bernier explique que : « ces modes d'intervention sont remplacés par le jeu sur le taux d'escompte, sur le crédit de la Banque du Japon aux banques, sur les obligations d'État et sur les obligations des entreprises » (Bernier, 1995, p. 92). On parle de « jeu », car la banque centrale va, par exemple, acheter ou vendre des obligations pour influencer sur la masse monétaire. C'est un peu comme la banque centrale chinoise qui va acheter ou vendre des titres pour

influencer les marchés boursiers dans le sens désiré. C'est-à-dire qu'on joue avec les marchés plutôt que de fixer directement les outils financiers. Coudert en parlant de la nouvelle façon de pratiquer la politique monétaire explique que : « la politique monétaire qui s'appuyait avant sur la rigidité des taux utilise donc maintenant leur flexibilité » (Coudert, 1985, p. 79).

Les accords de Plaza de 1985 qui ont été mis en place par le G5 (États-Unis, Japon, RFA, Royaume-Uni et France) proviennent de la volonté commune de ces pays de stabiliser les taux de change, car le système flottant crée des problèmes, notamment de balance commerciale déficitaire des États-Unis pour ne prendre que cet exemple. De fait, le Japon va devoir accepter une réévaluation massive du yen par rapport au dollar¹⁰³ qui passe alors de 238 yens pour un dollar en 1985 à 168 yens pour un dollar en 1986¹⁰⁴. Ces accords arrivent au moment où la bulle spéculative commence à gonfler (1985-1989), mais nous verrons au chapitre suivant les raisons de ce gonflement.

3.1.3 Premier bilan de la libéralisation sur l'économie japonaise

Nous avons souligné quelques effets majeurs de la libéralisation de l'économie et de la finance japonaise. Pour résumer, on a vu que les outils de la politique monétaire sont différents, la concurrence a été exacerbée entre les différents types de banques. Il y a littéralement eu les trois « D » de Bourguinat, à savoir la déréglementation, la désintermédiation et le décloisonnement des banques. En ce qui concerne les marchés des biens, « la balance commerciale japonaise devient excédentaire en 1981, date à partir de laquelle on observe un boom des excédents commerciaux, qui sont multipliés par six entre 1981 et 1986 » (Lechevalier, 2011c, p. 305). De plus, l'ouverture des capitaux a permis au Japon d'investir massivement à l'étranger. Lechevalier avance que « le pays est

¹⁰³ On appelle les réévaluations du yen des « *endaka* »

¹⁰⁴ Perspectives monde. Repéré à

<http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?codeTheme=2&codeStat=PA.NUS.FCRF&codePays=JPN&codeTheme2=2&codeStat2=x&codePays2=CHN&langue=fr>

(Consulté le 16 juin 2016)

de fait le banquier du monde, ce dont témoigne le fait que le montant de ses actifs nets à l'étranger passe de 10 milliards de dollars en 1976 à 328 milliards de dollars en 1990 » (Lechevalier, 2011c, p. 307). Nous analyserons plus en détail dans le chapitre suivant les autres transformations qu'ont apportées ces mesures de libéralisation.

Conclusion

Suite à la guerre, le Japon devait revenir de loin sur le plan économique, tout comme la Chine à la fin de la guerre civile (1945-1949). L'occupation américaine a permis au Japon de repartir sur de nouvelles bases, notamment en interdisant au Japon d'avoir une armée, ce qui lui a permis de concentrer leurs efforts sur la production de machines-outils et de biens de consommation. Des liens sociaux particuliers qu'entretiennent les hommes politiques avec les milieux d'affaires et les universitaires émerge une sorte d'équilibre particulier qui a été propice à la période de Haute croissance. Les nombreuses recherches régulationnistes qui ont tenté d'expliquer la particularité du système capitaliste japonais se complètent plutôt bien et nous permettent d'avoir un regard contrasté par rapport au capitalisme chinois.

Nous aimerions mettre en avant ici quelques points qui nous paraissent très importants pour expliquer les différences fondamentales des parcours historiques des capitalismes chinois et japonais. Si nous allons au cœur du capitalisme et analysons donc le rapport salarial, le traitement réservé aux travailleurs chinois contraste de manière flagrante avec les conditions de travail des travailleurs japonais. D'un point de vue général, l'emploi à vie, le *shunto*, les salaires indexés sur l'ancienneté témoignent d'un rapport salarial beaucoup plus équilibré entre capital et travail comparé à la Chine où les travailleurs n'ont que très peu de droits de faits¹⁰⁵. Mais comme nous l'avons pointé plus haut, les travailleurs réguliers bénéficiant d'un emploi à vie ne représentent que 30 % des salariés à la fin des années 1980, ce qui signifie que la grande majorité des travailleurs

¹⁰⁵ Même si formellement, la Constitution chinoise est plutôt progressiste et autorise la liberté d'association, en pratique c'est plus difficile de faire valoir ses droits.

japonais ne connaissent pas un rapport salarial aussi équilibré. De fait, il y a des travailleurs réguliers et non réguliers pour le Japon et des travailleurs légaux (ceux qui ont le bon *hukou*) et illégaux (les migrants n'ayant pas le bon *hukou*) en Chine. Ces deux pays ont en commun d'avoir créé au moins deux catégories de travailleurs, ce qui crée des inégalités de fait.

Si on regarde le régime international, les deux pays ont en commun de profiter au maximum de la mondialisation. Le Japon a fait partie des pays qui ont impulsé cette mondialisation des biens et de la finance. En effet, il a profité au maximum des exportations pour tirer sa croissance pendant la période de Haute-croissance tout en protégeant son marché interne au maximum. Le Japon produisait alors des biens de mauvaise qualité qu'on reprochait aux Chinois de produire il n'y a encore pas si longtemps. Aujourd'hui, les deux pays ont leurs champions nationaux et se placent sur des marchés à haute valeur ajoutée, notamment dans les hautes technologies. Les deux pays délocalisent dans les pays voisins, mais encore une fois avec une trentaine d'années de différence.

En ce qui concerne la finance, les deux pays ont des trajectoires qui se ressemblent beaucoup. Les deux systèmes bancaires ont évidemment des différences importantes, notamment le fait qu'en Chine il y ait les *Big Four* en plus des banques d'investissement (*policy banks*) qui sont toutes publiques. Ainsi, pour comparer les banques chinoises et japonaises, il conviendrait de comparer les banques japonaises dans les années 1970 avec les banques chinoises des années 2000. La libéralisation qui arrive au Japon dans les années 1970-80 peut être comparable à la libéralisation chinoise des années 2010. À des époques différentes (trente ans d'écart environ), les logiques de libéralisation se ressemblent énormément. On peut faire la même analyse de l'internationalisation du yen et du yuan, on est encore à une trentaine d'années de différence. Les idées portées par le rapport Maekawa sont d'actualité pour la Chine d'aujourd'hui, dans le sens où les plus libéraux¹⁰⁶ appellent la Chine à financiariser de plus en plus son économie, c'est-à-dire à laisser les marchés financiers s'occuper de l'allocation « idéale » des ressources. Tout

¹⁰⁶ Avec Xi Jinping et Li Keqiang au front.

comme les Japonais avaient intériorisé dans leur pensée les pressions américaines à l'ouverture dans les années 1970-80, les gouvernants chinois aujourd'hui ne parlent que de réforme, d'ouverture et de libéralisation. D'où les interrogations quant à l'hypothèse même de ce travail, à savoir que plus on libéralise et plus on observe d'instabilité financière. On a déjà vu nos conclusions à ce sujet pour la Chine, le chapitre suivant apportera des conclusions quant au Japon

CHAPITRE V : LES CRISES JAPONAISES DE 1990 À 2007

Ce chapitre cherche à exposer et à analyser les événements majeurs qui se sont produits sur les marchés financiers japonais dans la période qui a été appelée la « décennie perdue ». Le mode de régulation « compagnie-iste » et la théorie de la hiérarchie marché-firme que nous avons présentés au chapitre précédent se sont vus modifier par la libéralisation économique et financière qui commence dès les années 1970, notamment après le premier choc pétrolier de 1973 (Sato, 1989, p. 14) et s'accroît sous Nakasone. Par les nombreuses transformations du système bancaire durant les années 1990, le capitalisme japonais sort modifié de la décennie perdue, ce qui correspond environ à la période de 2002 à 2007 que l'on analysera brièvement.

Nous présenterons tout d'abord le contexte dans lequel le krach de 1989 est survenu. Ensuite, nous exposerons les différentes étapes de cette crise avec les nombreuses faillites et interventions de l'État. Puis nous regarderons les conséquences de cette crise sur l'économie japonaise avant de présenter le point de vue régulationniste et la légère reprise à partir de 2002.

1. MISE EN PLACE DE LA CRISE

1.1 La bulle

Comme nous l'avons montré dans le chapitre précédent, le Japon commence à se libéraliser petit à petit, « par fragment » (Aglietta, 1992, p. 13), à la suite du premier choc pétrolier. Tout comme la Chine, d'un point de vue général, les mesures de libéralisation ont consisté à ouvrir les marchés japonais aux investisseurs étrangers, mais aussi à permettre les sorties de capitaux afin que les Japonais puissent investir à l'étranger. Une bulle commence à gonfler vers 1986. Aglietta raconte que : « Au début de 1986 commença la grande vague spéculative qui devait durer quatre ans. Le krach boursier qui a suivi est historique » (Aglietta, 1992, p. 10). Comme il s'agit d'un krach boursier, nous

commencerons par présenter la Bourse de Tokyo sur longue période avant d'expliquer le gonflement de la bulle.

1.1.1 La Bourse de Tokyo

La Bourse de Tokyo qui fut fondée en 1878 pendant l'ère Meiji, servait alors d'outil aux spéculateurs pour gagner de l'argent, et ce jusqu'à la Seconde Guerre mondiale (Bernier, 1995, p. 110). Durant l'occupation américaine, l'occupant a cherché à démocratiser la bourse japonaise dans un « mouvement de démocratisation du marché des valeurs mobilières » (Sato, 1989, p. 12). Pour cela, il a permis le développement de marché au comptant pour un ensemble de titres d'entreprises, notamment en mettant en vente publique les titres appartenant aux *zaibatsu* nouvellement démantelés (Sato, 1989, p. 12). La loi sur les valeurs mobilières promulguée en mai 1948 a établi la Bourse de Tokyo sous sa forme actuelle depuis avril 1949 (Sato, 1989, p. 12). C'est-à-dire « un organisme sans but lucratif regroupant des sociétés membres » (Sato, 1989, p. 13). En mai 1949, la Bourse de Tokyo compte 530 titres inscrits (Sato, 1989, p. 13). Dès les années 1950, les investisseurs institutionnels contrôlent le marché boursier (Bernier, 1995, p. 110). Bernier explique que la raison principale de ce contrôle réside dans le fait que plusieurs titres à cette époque ne donnaient aucun dividende (Bernier, 1995, p. 110). Donc les petits investisseurs préféraient les dépôts bancaires plus rémunérateurs, car les banques ou encore la banque postale garantissaient des taux d'intérêt pour leurs dépôts. La Bourse de Tokyo a crû rapidement entre 1949 et 1969, avec un montant total des actions sur le marché boursier passant de 122 milliards de yens à 16 417 milliards de yens (Bernier, 1995, p. 111). L'indice Nikkei 225 est passé de 85 en 1950 à 1929 en 1970 (Bernier, 1995, p. 111). Ensuite, comme nous l'avons vu dans le chapitre précédent, le premier choc pétrolier a entraîné de grands changements dans la structure industrielle du pays. En même temps que ces changements ont eu lieu, il y a eu une transformation du mode de financement des entreprises, surtout pour les plus grandes (Sato, 1989, p. 13). En effet, Sato explique qu'en 1974, en pleine récession, l'effet de levier était défavorable, ce qui poussa les

grandes entreprises à opter pour le financement direct sur les marchés financiers, notamment par l'émission d'actions ou d'obligations (Sato, 1989, p. 13). En parallèle, l'internationalisation de la Bourse de Tokyo a débuté après le premier choc pétrolier. Les investisseurs étrangers ont ainsi multiplié par 29 le montant total des transactions sur des titres japonais entre 1977 et 1987 pour parvenir à un total de 400 milliards de dollars. Pour la même période, les investisseurs étrangers ont multiplié par 37 le montant total de transaction d'obligations pour atteindre 650 milliards de dollars (Sato, 1989, p. 14). Pour ce qui est des transactions effectuées par les Japonais sur des titres étrangers, le montant des actions échangées a été multiplié par 300 et le montant des obligations échangées a été multiplié par 2000 pour la même période. Ainsi, les actions comptaient pour 150 milliards de dollars et les obligations pour 2800 milliards de dollars¹⁰⁷. Enfin, à partir de 1974, les titres étrangers peuvent s'inscrire à la Bourse de Tokyo, ce qui contribue à son internationalisation (Sato, 1989, p. 14).

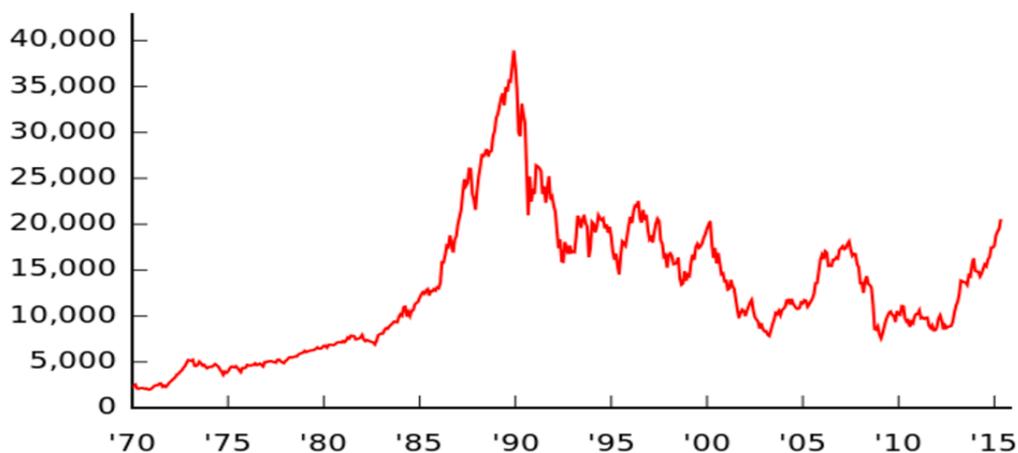
L'année 1969 marque un tournant en ce qui concerne les prix des actions offertes. En effet, avant 1969, la grande partie des émissions d'actions ou d'obligations étaient offertes aux actionnaires à la valeur nominale, tandis que sont autorisées et commencent à se développer des « émissions publiques selon la valeur du marché » (Bernier, 1995, p. 111). La Bourse de Tokyo continue à croître jusqu'à la fin des années 1980. Si bien qu'en novembre 1988, elle compte 1560 sociétés japonaises et 107 étrangères qui y sont inscrites pour une valeur totale des titres nationaux s'élevant à 3800 milliards de dollars (Sato, 1989, p. 14). Le volume quotidien des transactions était plus élevé à Tokyo qu'à New York avec respectivement 8 milliards de dollars contre 6 milliards de dollars (Sato, 1989, p. 14). De plus, la bourse de Tokyo comptait environ 8 millions d'investisseurs. Sato nous donne la répartition des titres entre les différents investisseurs : « Les particuliers détiennent environ 21 % du nombre total des actions en circulation, les institutions financières 43 %, les sociétés 30 %, les investisseurs étrangers 4 % et enfin les maisons de courtage en valeurs mobilières 2 % » (Sato, 1989, p. 16). La dynamique générale est

¹⁰⁷ Mal traduit dans le texte car Sato a écrit milliard de milliard au lieu de mille milliards.

l'augmentation relative des investisseurs institutionnels par rapport aux particuliers. En 1977, les particuliers détenaient 50 % des actions contre 21 % à la fin de 1988 (Sato, 1989, p. 17). Cela nous rappelle la situation de la Chine pendant le krach de 2015. De nombreux analystes considéraient les marchés boursiers chinois comme immatures, car les petits porteurs dominaient ces marchés. D'un point de vue de nombreux analystes financiers des pays de l'OCDE, un marché boursier est plus mature s'il est dominé par des investisseurs institutionnels réputés avoir de meilleures informations que les particuliers. Mais il ne faut pas se tromper sur la signification de l'adjectif « mature », il n'est absolument pas synonyme de « stabilité ». En effet, la crise des *subprime* en est l'exemple le plus pertinent, car les marchés financiers américains sont dominés par les investisseurs institutionnels, ce qui ne leur a pas permis d'entrevoir le krach qu'ils préparaient.

Comme nous l'avons vu au chapitre précédent, les politiques néolibérales se sont accélérées pendant les années 1980, ce qui a eu des impacts évidents sur l'ouverture de la Bourse de Tokyo. Pour donner une idée de la vitesse de gonflement de la bulle, en 1982, l'indice Nikkei 225 est à 7 000 pour arriver à 38 915 le 29 décembre 1989 (Bertoldi, 2002, p. 292) (cf. Figure 5)

Figure 5 : Indice du Nikkei 225 de 1970 à 2015



Source : Wikipédia Repéré à [https://fr.wikipedia.org/wiki/Nikkei_225#/media/File:Nikkei_225\(1970-\).svg](https://fr.wikipedia.org/wiki/Nikkei_225#/media/File:Nikkei_225(1970-).svg) (Consulté le 2 juillet 2016)

1.1.2 Les raisons du gonflement de la bulle

Quelles sont les raisons principales de ce gonflement ? Notre réponse est toujours en lien avec la déréglementation des secteurs financiers. Donc, comment ces déréglementations ont-elles permis indirectement le gonflement de la bulle ? Bernard Bernier nous donne cinq facteurs qui expliquent l'augmentation de la spéculation et la croissance de l'indice Nikkei 225 dans les années 1980.

Tout d'abord, avec les ouvertures réalisées en faveur des investisseurs étrangers, mais surtout à cause des excédents commerciaux japonais et les profits faits à l'étranger par les firmes japonaises (qui comptent pour la plus grosse augmentation des entrées de capitaux au Japon), ces derniers vont faire rentrer massivement des capitaux au Japon qui ne pourront pas être absorbés totalement dans des projets productifs (Bernier, 1995, p. 116). Ce qui va générer des prêts non performants.

Un second facteur est la montée des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et *trusts*) dont l'objectif premier est la maximisation de la rentabilité de leurs placements pour servir au mieux leurs clients. Par exemple, les *trusts* qui gèrent des fonds de pension vont chercher à placer leurs fonds sur le marché boursier japonais, ce qui va vite faire monter la demande pour de nombreux titres financiers et ainsi faire augmenter la valeur de ceux-ci dans un mouvement autoréférentiel.

Un troisième facteur énoncé par Bernier est le fait que les grandes compagnies qui possèdent des actions d'autres compagnies via le système de participations croisées ont cherché à jouer sur les effets financiers dans le but de maximiser leurs profits. Bernier ajoute même que certaines de ces compagnies vont faire plus de profits en placement à la bourse plutôt que par leurs activités habituelles (Bernier, 1995, p. 116).

Le quatrième facteur est, comme on l'a vu au chapitre 3 pour la Chine, la volonté des petits porteurs de faire plus de bénéfices avec leur argent épargné. Lorsqu'il est plus rentable d'investir son argent à la bourse plutôt que de le déposer en banque, on comprend pourquoi des personnes ont succombé à la tentation.

Enfin, le cinquième facteur évoqué par Bernier est le fait que les prix des terrains au Japon sont montés très vite dû à l'afflux de capitaux vers le Japon. Ces terrains ont servi de garantie pour de nouveaux prêts et comme leur valeur augmentait, le montant des prêts augmentait aussi (Bernier, 1995, p. 116). Plusieurs compagnies que nous verrons ensuite, comme la *Cosmo Credit Cooperative*, la *Kizu Credit Cooperative* ou encore les *jusen (Housing Loan Companies)* sont des compagnies de crédit qui ont investi massivement dans l'immobilier, faisant monter artificiellement la valeur des terrains et donc gonfler la bulle.

À présent, voyons quelles ont été les réactions du gouvernement japonais face à l'éclatement de la bulle financière à la fin de l'année 1989.

1.2 L'intervention tardive de l'État

Contrairement aux réactions relativement rapides du gouvernement chinois face au krach de l'été 2015, le gouvernement japonais a mis quelques années pour vraiment mesurer l'ampleur de cette crise. Pourquoi le Parti Libéral Démocrate (PLD) n'a-t-il réagi qu'environ deux ans plus tard (en 1992) ?

En premier lieu, il est important de comprendre à quel point le krach financier de la fin de 1989 est apparu comme une surprise pour la majorité des analystes qui croyaient que la croissance japonaise continuerait encore longtemps. Comme nous l'avons dit plus haut, le 29 décembre 1989, l'indice Nikkei 225 était à 38 915. En septembre 1990, le même indice est descendu à 24 000 (Aglietta, 1992, p. 10). La Bourse de Tokyo connaît ensuite une seconde chute importante l'été 1992, portant l'indice Nikkei 225 en dessous de 15 000 (Aglietta, 1992, p. 10).

Cette chute apparaît comme une surprise générale, car pendant les années 1980 le monde entier croyait que le Japon dépasserait les États-Unis en peu de temps. On pouvait dire avec raison en regardant les fondamentaux de l'économie japonaise dans les années 1980 que ce pays allait continuer très loin et écraser les États-Unis sur le plan

économique. En effet, Bertoldi nous rappelle qu' « à la fin des années 1980 les fondamentaux de l'économie japonaise paraissent particulièrement solides » (Bertoldi, 2002, p. 292). L'inflation était très basse dans la seconde moitié des années 1980 avec 0,60 % d'inflation en 1986, 0,14 % en 1987, 0,66 % en 1988 et enfin 2,28 % en 1989¹⁰⁸. La croissance économique était à 2,83 % en 1986, 4,11 % en 1987, 7,15 % en 1988, 5,37 % en 1989¹⁰⁹. De plus, la monnaie était forte. Aglietta rapporte qu'entre septembre 1985 et décembre 1988, le dollar s'est déprécié de 90 % par rapport au yen (Aglietta, 1992, p. 11). Ainsi, un dollar américain valait environ 137 yens en 1989¹¹⁰. En ce qui concerne la balance commerciale, le Japon a un excédent « si élevé qu'il provoque des tensions commerciales avec ses principaux partenaires » (Bertoldi, 2002, p. 292). Ces indicateurs très positifs pour la puissance économique japonaise nous placent devant un paradoxe, à savoir : pourquoi y a-t-il eu une crise alors que tous les indicateurs de l'économie japonaise étaient très bons ? Surtout, ce qui nous intéresse particulièrement ici est de dire que ces indicateurs positifs sont une des raisons pour laquelle le gouvernement a mis du temps à réagir au krach. En effet, on peut soutenir cet argument aux vues du fait que « le retour rapide de la croissance était [...] censé permettre un redressement presque indolore du système bancaire » (Guichard, 1999, p. 47). Donc la croyance en un retour rapide de la croissance est un facteur explicatif du temps de réaction du gouvernement.

Toutefois, ce facteur d'explication est très insuffisant. Bernier nous amène d'autres facteurs très pertinents expliquant « la divulgation de l'état réel des finances des entreprises en difficulté » (Bernier, 2009, p. 200). Cette « divulgation de l'état réel des finances » est un facteur explicatif très important de la lenteur avec laquelle l'État a réagi au krach, car les entreprises présentaient de mauvaises informations. Premièrement, Bernier relève un problème quant à l'évaluation des risques par les banques dans de

¹⁰⁸ Université de Sherbrooke, Repéré à <http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/servlet/BMTendanceStatPays?codeTheme=2&codeStat=NY.GDP.MKTP.KD.ZG&codePays=JPN&optionsPeriodes=Aucune&codeTheme2=2&codeStat2=F.P.CPI.TOTL.ZG&codePays2=JPN&optionsDetPeriodes=avecNomP>. (Consulté le 1^{er} juillet 2016)

¹⁰⁹ *Ibid.*

¹¹⁰ Pacific Exchange Rate Service. Repéré à <http://fx.sauder.ubc.ca/etc/USDpages.pdf>. (Consulté le 1^{er} juillet 2016)

nouveaux secteurs (Bernier, 2009, p. 200). Ces dernières n'étaient pas en mesure de bien calculer les pertes qui les menaçaient donc elles ne pouvaient pas présenter des états financiers justes. Deuxièmement, afin de cacher l'état réel de certaines compagnies et banques, de nouvelles filiales ont été créées par ces compagnies et banques dans le but de leur transférer leurs dettes et ainsi d'assainir à première vue leurs bilans. Cette technique était parfaitement légale au Japon et a aidé les entreprises en difficulté à cacher l'état réel de leurs bilans. Troisièmement, la méthode de calcul des actifs des institutions financières était basée sur le prix des actifs au moment de l'acquisition (c'est-à-dire « selon les sommes payées à l'achat ») et non sur la valeur marchande des actifs (*mark-to-market*). Il est important de calculer le prix des actifs à la valeur marchande, car ces derniers « n'ont cessé de diminuer après 1991 » (Bernier, 2009, p. 201). Une fois de plus, les comptes ont été arrangés pour dissimuler l'ampleur des difficultés financières. Enfin, un argument de taille est la pratique de l'*amakudari* ou « descente du ciel ». Cette expression fait référence à la connivence qui existe entre bureaucrates et compagnies privées. Schaede l'explique ainsi : « phenomenon of government officials who assume board positions in private banks and companies after early retirement at around age 55 » (Schaede, 1996, p. 11). Des fonctionnaires du ministère des Finances sont donc passés de la fonction publique (le régulateur) à des postes haut placés dans des compagnies ou banques privées (les régulés). Cette situation pose des problèmes évidents de conflit d'intérêts, car comme l'écrit Bernier : « Ne voulant pas hypothéquer leur avenir, les fonctionnaires ont évité de regarder les finances des entreprises de trop près » (Bernier, 2009, p. 201). Schaede appelle un tel système un « system of « collusive regulation » [in which] neither regulators nor regulatees were interested in disclosure and rule enforcement » (Schaede, 1996, p. 3).

Déjà à partir de 1992, avec la rechute des cours de bourse, on voit très vite que ce système financier opaque va contribuer au retard du gouvernement pour lancer des mesures contra-cycliques nécessaires. Cette seconde chute arrive donc à l'été 1992 et s'exprime par la baisse de l'indice Nikkei 225 en dessous des 15 000 points. Le printemps 1992 marque le début des réformes structurelles imposées par l'État pour tenter de sortir de cette crise.

1.3 La politique bancaire

En ce qui concerne la politique bancaire, d'un point de vue général, on a dit que depuis les années 1970-80, la tendance est à la libéralisation de ce secteur. Parmi les mesures importantes dont on a parlé dans le chapitre précédent, il y a la loi bancaire de 1981 qui a permis aux banques de pratiquer de plus en plus des activités de courtage. Cette loi fait partie des mesures de décloisonnement à l'intérieur du système bancaire, tout comme le fait qu'en 1989, les banques mutuelles d'épargne (*sogo bank*) ont été autorisées à devenir des banques commerciales (Aglietta, 1992, p. 16). Le point important lié à la crise est le fait que cette crise a accéléré les mesures de libéralisation du secteur financier. Là où des analyses hétérodoxes établissent un lien entre la libéralisation du secteur financier et les crises financières, on peut s'étonner qu'après un krach, les mesures de libéralisation continuent. En réalité, les approches orthodoxes de « sciences économiques » appelaient à plus de libéralisation du secteur financier afin de stimuler la croissance économique. Cette idéologie est en cohérence avec les politiques néolibérales mises en place à partir des années 1970 et surtout 1980. Uemura résume ainsi l'approche orthodoxe : « l'approche néoclassique explique que les faibles taux de croissance étaient dus à une diminution de la productivité totale des facteurs et du facteur travail » (Uemura, 2015, p. 140). Dans le but de retrouver une hausse de la productivité, il faut « libérer » les forces productives en libérant la circulation du capital et les contraintes liées aux réglementations du travail et des entreprises. Les mécanismes de marchés doivent donc prendre le dessus et permettre l'élimination des entreprises les moins productives. C'est cette logique qui a été en partie appliquée au Japon sans toutefois parvenir à tout libéraliser. Le krach de 1989, loin de stopper les mesures de libéralisation, va au contraire entraîner plus de libéralisation.

Comme on l'a vu plus haut, le temps de réaction du gouvernement a été lié à plusieurs facteurs que certains pourraient qualifier de corruption. C'est seulement à la suite de la seconde chute des cours de bourse que le gouvernement va intervenir pour la première fois en déposant le projet de loi « *System Reform Act* » au printemps 1992 qui

visée à faire principalement deux réformes structurelles. Aglietta explique que ces deux réformes « assouplissent légèrement la segmentation des professions financières » (Aglietta, 1992, p. 19). La première réforme permet aux banques commerciales et aux banques spécialisées de fusionner entre elles. C'est donc une réforme de la règle du *Glass-Steagall Act* (Naka & Nakamura, 1993, p. 192). La deuxième réforme autorise une « institution d'un certain statut d'entrer dans les activités de la compétence d'un autre statut, en créant une filiale à participation partielle ou contrôlée à cent pour cent » (Aglietta, 1992, p. 19). À ce moment-là il existait encore seize types d'institutions financières différentes au Japon, ce qui démontre le haut degré de spécialisation (Yagyū, 1994, p. 303) du système bancaire japonais. Ces différents types de banques vont tendre à disparaître par le décloisonnement continu des activités bancaires.

En avril 1993, les régulateurs ont contraint des banques japonaises à former la *Cooperative Credit Purchasing Company* (CCPC) (Guichard, 1999, p. 51). La CCPC est une structure de cantonnement qui à la base était une proposition des régulateurs en 1992 qui voulaient créer une compagnie permettant de racheter les terrains qui servent de collatéraux à de mauvais prêts (Packer, 1994, p. 2). Il y eut des protestations, car cette stratégie des régulateurs annonçait un *bail out* du système bancaire avec de l'argent public et de plus, le rachat de terrain ne pouvait qu'augmenter le prix des terrains plutôt que de les faire baisser comme promis. Ils ont donc abandonné l'idée de mettre de l'argent public dans ce projet (Packer, 1994, p. 2). Les institutions financières privées ont continué de travailler sur le projet et ont donc constitué la CCPC avec 7,9 milliards de yens provenant de 162 institutions différentes (Packer, 1994, p. 2). La mission de la CCPC était alors de racheter des mauvaises dettes afin de stabiliser le secteur bancaire et éviter un risque systémique. Comme l'a fait remarquer Guichard, la CCPC contraste avec les structures de cantonnement étatsuniennes qui ont utilisé de l'argent public alors que les Japonais ont décidé de s'en tenir à de l'argent privé provenant des banques pour sauver les banques (Guichard, 1999, p. 51). Elle conclut que « la CCPC a connu un succès limité. L'absence d'implication financière de l'État en est une raison importante » (Guichard, 1999, p. 51). Sur cinq années, « la CCPC a acheté pour 14,92 trillions de yens avec une décote moyenne

de 60 % ». Pour compenser cela, elle a revendu les collatéraux et récupéré des intérêts sur les prêts qu'elle a faits pour un revenu total de 1,18 trillion de yens (Guichard, 1999, p. 51).

Jusqu'à maintenant, nous observons que l'État n'est pas intervenu directement dans les marchés financiers comme a pu le faire le gouvernement chinois. La population japonaise ne souhaite pas que l'argent public soit donné à des banquiers qui ont laissé la situation se détériorer autant.

2. DÉBUT DES FAILLITES

2.1 Les institutions financières

2.1.1 Les deux premières banques

La crise prend une autre forme à partir de la fin de l'année 1994, avec la faillite de deux banques importantes de Tokyo, à savoir la *Tokyo Kyowa Credit Association* et la *Anzen Credit* (Schaede, 1996, p. 13). Schaede explique que ces deux banques sont responsables de fraude et que le dirigeant de la *Tokyo Kyowa*, Takahashi Harunori, aurait accumulé environ 150 milliards de mauvaises dettes et qu'il n'aurait pas respecté des règles bancaires en octroyant des crédits à ses propres compagnies au-delà des limites autorisées (Schaede, 1996, p. 14). Le coût total pour le *bail out* de ces deux banques s'est élevé à 186 milliards de yens (soit \$1,86 milliard) et c'est la *Tokyo Kyodo Bank* (TKB) créée par le ministère des Finances (MOF) (Gup, 1998, p. 38) pour agir comme un « *white knight*¹¹¹ » qui s'est occupée de racheter tous les actifs et passifs des deux banques en faillite (Schaede, 1996, p. 14). Le fonds de la TKB provient de la *Deposit Insurance Corporation* (DIC), de certaines banques commerciales, de la banque centrale (BOJ) et du gouvernement métropolitain de Tokyo (Milhaupt, 1999, p. 414). Le ministère des Finances a quant à lui annoncé qu'il garantirait tous les dépôts bancaires jusqu'au 31 mars 2001 (Ito, 2000, p. 96). Dans ce tournant de la crise, Guichard explique que l'État avait deux

¹¹¹ L'expression « *white knight* » désigne les banques qui acceptent de soutenir une banque en faillite en la rachetant et donc en fusionnant avec elle. La *Tokyo Kyodo Bank* a été créée par la BOJ dans l'incertitude de trouver des « *white knight* » pour sauver des banques. (Ito, 2000, p. 96)

défis majeurs : assainir le système bancaire et aider ce système à s'adapter aux nouvelles règles du jeu mondiales en matière d'économie et de finance (Guichard, 1999, p. 52).

2.1.2 Les coopératives de crédit

Vient ensuite la *Cosmo Credit Cooperative* qui fait faillite à l'été 1995. C'était la coopérative de crédit la plus importante de Tokyo (Schaede, 1996, p. 14). Cette dernière a tenté de masquer ses mauvais prêts en créant des sociétés fictives à qui elle les revendait. Cette technique permettait simplement d'assainir les comptes en transformant un prêt non performant en un prêt qui rapporte des intérêts (Schaede, 1996, p. 15). C'est simplement un jeu d'écriture qui n'enlève rien au risque encouru par la possession de mauvais prêt. La BOJ a tenté de sauver cette coopérative en injectant 20 milliards de fonds provenant de la fameuse *Tokyo Kyodo Bank*. En ce qui concerne la faillite de *Cosmo Credit Cooperative*, Schaede attribue la faute au système de réglementation, à commencer par le système de convoi, puis par l'approche que Schaede appelle la « *wait-and-see approach* » (Schaede, 1996, p. 16). L'accusation faite au système de convoi tient au fait que la *Cosmo Credit Cooperative* était soutenue par le gouvernement dans les années 1980, même quand certains indicateurs¹¹² montraient qu'elle allait dans une mauvaise direction. Ils ont donc attendu de voir ce qui allait se passer (*wait-and-see approach*). Le second argument de Schaede tient dans le fait que la pratique de « *self-auction* » est légale au Japon. Cette pratique est une technique de fausse comptabilité qui amène à la non-transparence des comptes (Schaede, 1996, p. 16). La combinaison de ces différents facteurs auxquels s'ajoute la déréglementation des taux d'intérêt (qui avait permis à la *Cosmo* d'attirer de nombreux dépôts) a entraîné la chute de cet établissement (Schaede, 1996, p. 16).

¹¹² Par exemple, le ratio entre les dépôts et les prêts qui indiquait que la *Cosmo* a fait plus de prêts qu'elle n'avait de dépôts à partir de mars 1989. « By April 1994, deposits were at 438.4 billion (\$4.4 billion), and loans at 506.4 billion (\$5 billion) » (Schaede, 1996, p. 14)

C'est au tour de la deuxième plus grande coopérative de crédit du pays, la *Kizu Credit Cooperative*, de faire faillite le 30 août 1995, le même jour que la *Hyogo Bank*. Les régulateurs estimaient que 90 % des prêts octroyés par la *Kizu* étaient des prêts non recouvrables, soit l'équivalent de 960 milliards de yens (Schaede, 1996, p. 16). Le montant du *bail out* était estimé à plus de 1,4 trillion de yens dont 500 milliards seraient assumés par la BOJ et le *Deposit Insurance Corporation* (DIC) et 500 autres milliards devraient être assumés par des banques commerciales (Schaede, 1996, p. 16). Comme on l'a dit plus haut, *Kizu* a investi massivement dans l'immobilier. En effet, 88 % des prêts octroyés ont été destinés à des investissements immobiliers (Schaede, 1996, p. 17), contribuant ainsi au gonflement de la bulle spéculative et subissant de plein fouet la baisse des valeurs mobilières lors du retournement des cours boursiers. La *Kizu* a été assistée par la DIC pour devenir la *Kizu Credit Union* à un prix élevé (Ito, 2000, p. 96). La *Tokyo Kyodo Bank* devenue la *Resolution and Collection Bank* (RCB) s'est vu transférer les affaires de la *Kizu* en 1997 (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 8). La RCB est l'équivalent japonais de la *Resolution Trust Corporation* (RTC) américaine (Ujiiie, 2002, p. 25) créée à la suite de la crise des *Saving & Loans* aux USA. La RCB avait pour rôle de s'occuper des liquidations des coopératives de crédit en échec (Brown, 1999, p. 109).

Lorsque le dirigeant de la *Osaka Credit Cooperative*, Kawase Tokunari, démissionne le 7 décembre 1995, sa coopérative sera rachetée par la *Tokai Bank* à l'été 1996, mais sous de nouvelles conditions (Schaede, 1996, p. 18). Comme l'explique Schaede, la nouveauté du *bail out* de la *Tokai Bank* sera qu'elle ne récupèrera que les bonnes créances de la *Osaka Credit Cooperative*. Pour le reste, cette coopérative comptabilisait 150 milliards de yens de créances douteuses qui seront assumées par la *Tokyo Kyodo Bank* (Schaede, 1996, p. 18). De fait, en passant par la *Tokyo Kyodo Bank* qui est une entité de la BOJ, des fonds publics seront utilisés pour régler les problèmes de créances douteuses¹¹³ de la même

¹¹³ Stéphanie Guichard nous donne une définition des créances douteuses au Japon : « créances sur des sociétés ayant fait faillite ou créances sur lesquelles le paiement des intérêts est suspendu depuis plus de six mois » (Guichard, 1999, p. 51). C'est trois mois pour les USA au lieu de six mois (Ito, 2000, p. 88)

façon que la *Anzen Credit*, mais à la différence que la *Tokyo Kyodo Bank* a racheté la totalité des créances dans le cas de la *Anzen*, alors que la nouveauté ici est de ne racheter que les créances douteuses. Cette technique a été mise au point dans le but de trouver plus facilement une banque qui accepterait de sauver une banque en faillite, donc de trouver un « *white knight* ». Il est nécessaire de trouver des incitations pour les banques, car comme l'explique Milhaupt : « Regulators found it increasingly difficult to persuade financial institutions to provide assistance to failing firms of all types in the postbubble environment » (Milhaupt, 1999, p. 413). Schaede ajoute que : « The takeover by Tokai bank was made possible by a MOF promise to take over Osaka Credit's bad loans » (Schaede, 1996, p. 20).

2.1.3 La première banque régionale

En août 1995, la *Hyogo Bank* a fait faillite. Pour la première fois depuis le début de cette crise, une banque régionale de grande envergure rencontre de très grandes difficultés. La *Hyogo Bank* était la plus importante des banques de « second rang¹¹⁴ » (Brown, 1999, p. 107). Elle comptabilisait 4 trillions de yens d'actifs. Elle est très représentative du système d'*amakudari*, car c'est Masateru Yoshida, un ancien bureaucrate, qui a été placé à la tête de la *Hyogo Bank* (Brown, 1999, p. 107) en 1992 dans le but d'assainir ses comptes. Cela signifie que dès 1992, les régulateurs étaient au courant des problèmes de cette banque et l'ont laissée continuer à opérer. Si bien qu'en août 1995, les créances douteuses détenues par la *Hyogo Bank* étaient estimées à 1,5 trillion de yens, soit 55 % des prêts totaux qu'elle a octroyés (Schaede, 1996, p. 22). Les titres de cette banque étaient enregistrés aux Bourses de Tokyo et d'Osaka (Schaede, 1996, p. 21). Elle a joué avec les régulateurs dans le sens où cette banque était affiliée avec 20 non-banques qui détenaient 1,75 trillion de yens de mauvaises dettes en plus des 1,5 trillion détenues par la *Hyogo Bank*. Les 20 non-banques affiliées étaient surveillées par le MITI et non par

¹¹⁴ « *second-tier regional bank* »

le MOF. Plus ces compagnies ont eu des activités proches des banques et plus elles étaient supervisées par le MOF à partir de 1992. Le MOF est plus à même de superviser des banques que le MITI, c'est pour cela que la *Hyogo* a transféré ses créances douteuses aux non-banques pour que ces créances sortent de la supervision du MOF. Le tremblement de terre de Kobe en 1995 a achevé la *Hyogo Bank* dont les actifs ont été transférés à la *Midori Bank* nouvellement créée dans ce but (Brown, 1999, p. 107). La DIC est intervenue aussi pour aider la *Midori Bank* à absorber la *Hyogo Bank*. Il est estimé que 100 milliards de yens ont été déboursés par le DIC dans les faillites de la *Hyogo Bank* et de la *Kizu* (Cargill, Hutchison, & Ito, 1997, p. 132). La *Midori Bank* n'est pas parvenue à assainir ses comptes, elle s'est alors fait ravalé par la *Hanshin Bank* en 1999 (Guichard, 1999, p. 67).

2.2 Le rôle de la *Deposit Insurance Corporation* (DIC)

Jusqu'à présent, les fonds publics utilisés pour sauver les banques et les coopératives de crédit ont été des fonds alloués à la mise en place d'institutions pour des situations d'instabilité financière, par exemple, la *Deposit Insurance Corporation* (DIC) dont il est important d'expliquer ici le rôle que cette institution a tenu depuis sa création en 1971. Le rôle de la DIC a été de stabiliser le secteur bancaire en cas de dépôt de bilan de banques. Jusqu'à la réforme de 1986, la DIC ne pouvait que liquider une banque et garantir les dépôts des déposants à hauteur de 10 millions de yens par personne (Ito, 2000, p. 96). Après la réforme de 1986, la DIC est autorisée à aider financièrement un « *white knight* » qui voudrait sauver une banque insolvable en fusionnant avec elle. Ce sera seulement en 1991 que la DIC agira pour la première fois en assistant la fusion de la *Saitama Bank* et de la *Kyowa Bank* pour former la *Asahi Bank*. Puis la DIC interviendra à plusieurs reprises en assistant financièrement des fusions, comme la *Kamaisha Shinkin Bank* absorbée par la *Iwate Bank* en 1993, ou encore comme on l'a vu précédemment, en août 1995, avec la *Kizu Credit Cooperative* ou encore la *Hyogo Bank*. Avec le sauvetage de

ces deux dernières compagnies de crédit, la DIC a vu ses fonds diminuer jusqu'à ne rien valoir du tout¹¹⁵.

Une révision de la *Deposit Insurance Law* intervient en 1996 et vient étendre le rôle de la DIC. Trois aspects de cette révision sont à retenir. Tout d'abord, les régulateurs ont enlevé la limite d'argent que la DIC peut mobiliser pour assister des banques en difficulté. La DIC peut donc couvrir toutes les pertes causées par une institution financière sans tenir compte de la limite jusqu'en mars 2001 (Nakaso, 2001, p. 7). Ensuite, la DIC a pu augmenter son taux de prime de 0,012 % à 0,084 %, ce qui va lui permettre d'avoir de plus gros fonds. Enfin, la *Tokyo Kyodo Bank* est devenue la *Resolution and Collection Bank* (RCB) qui va aussi avoir des pouvoirs plus étendus, à savoir qu'elle va être autorisée à acheter des prêts non performants à des institutions financières en faillite (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 9). D'un point de vue général, cette réforme de la *Deposit Insurance Law* a donné plus de flexibilité aux autorités financières pour sauver des banques en difficulté. Comme l'explique Nakaso, à ce moment-là de la crise en 1996, les autorités pensaient que les grosses difficultés viendraient principalement des coopératives de crédit (Nakaso, 2001, p. 7), ils ont donc fait une réforme pour répondre à ce problème. La DIC n'était pas encore capable de faire des injections de capitaux et elle avait un accès limité à l'argent public. Les régulateurs ne voyaient pas encore venir les faillites de banques plus importantes et de maisons de courtage à partir de 1997 (Nakaso, 2001, p. 7).

Avant d'aller plus loin dans les changements qu'a subis la DIC et la RCB dans les années qui suivent, analysons un événement majeur de la décennie perdue, à savoir, la liquidation des *jusen*.

¹¹⁵ « As of August 1995, the DIC has essentially zero net worth » (Cargill et al., 1997, p. 132)

2.3 Liquidation des *jusen* (*Housing Loan Companies*)

Les *jusen* sont des compagnies de crédit à l'immobilier créées par les banques à la fin des années 1970. Elles ont la particularité d'être des sociétés de crédit non bancaire. Ces dernières ont contribué au gonflement de la bulle immobilière. En effet, elles comptaient pour 3,7 % de tous les prêts immobiliers en 1976 pour passer à 12 % en 1991 (Schaede, 1996, p. 23). Elles vont être un symbole de la crise, même si elles ne représentent qu'un sixième des prêts non performants totaux (Schaede, 1996, p. 23). Comme le dit Schaede, les *jusen* combinent toutes les causes de cette crise : « Irresponsible lending, regulatory lapses, fraud, poor regulatory oversight, "favor banking" among financial institutions that belong to the same networks, and a lack of clear responsibility between lenders, owners, and parent firms » (Schaede, 1996, p. 23). Un exemple d'*amakudari*, le *jusen Nippon Housing Loan* était dirigé par un ancien bureaucrate depuis 16 ans, encore pire, les *jusen* qui vont être liquidées comptent 12 anciens bureaucrates à des postes à responsabilité (Schaede, 1996, p. 25).

La liquidation va commencer en juin 1996. Sept *jusen* sur huit vont être liquidées (Schaede, 1996, p. 23) pour une charge totale de liquidation s'élevant à 6,41 trillions de yens (Guichard, 1999, p. 53). Guichard rappelle que : « En août 1995, ces sociétés détenaient de 66 % à 86 % de créances douteuses selon les institutions et quatre au moins avaient une richesse nette négative » (Guichard, 1999, p. 53). Pour mener à bien la liquidation des *jusen*, en juillet 1996, une structure de cantonnement, la *Jusen Resolution Corporation*, plus connue sous le nom de la *Housing Loan Administration Corporation* (HLAC), a été créée (Cargill et al., 1997, p. 122). Elle a été financée à parts égales avec de l'argent de l'État (500 milliards de yens) et de l'argent des banques actionnaires et créancières (500 milliards aussi) (Guichard, 1999, p. 53). La HLAC a absorbé toutes les activités des *jusen* dans le but de recouvrer les prêts. La DIC soutient financièrement la HLAC dans ce processus (Guichard, 1999, p. 54). Mais la liquidation des *jusen* va voir pour la première fois le gouvernement débloquer des fonds budgétaires, donc de l'argent des contribuables dans la crise (Guichard, 1999, p. 54) (Nakaso, 2001, p. 6). Au total, ce sera

685 milliards de yens qui seront versés par l'État dans la liquidation des *jusen* (Nakaso, 2001, p. 6). Cette utilisation de fonds publics a été très mal vue par la population qui savait que le système financier était très corrompu et qu'il y avait eu beaucoup de fraudes. L'opinion publique voulait que les financiers payent pour leurs erreurs et fraudes. Comme le dit Boyer : « les gouvernements successifs ne sont pas parvenus à faire accepter à l'opinion publique la nécessité d'une aide publique pour soutenir les banques, en particulier du fait de divers épisodes de corruption et de collusion des fonctionnaires avec les intérêts économiques dominants » (Boyer, 2011, p. 44).

3. LE PLUS DUR DE LA CRISE

3.1 Le *Big-Bang* d'Hashimoto

Après le lancement de la liquidation des *jusen*, d'autres banques régionales ont fait faillite à la fin de l'année 1996. Par exemple, la *Hanwa Bank* ou encore la *Toheiyō Bank* (Gup, 1998, p. 40). Ces banques seront absorbées dans des entités nouvellement créées telles que la *Kii Bank* en 1997 pour absorber la *Hanwa*, ou encore la *Wakashio Bank* pour récupérer les prêts performants de la *Takeiyo*. Pour la première fois, le gouvernement va demander à une banque commerciale insolvable (*Hanwa Bank*) d'arrêter complètement ses activités (Guichard, 1999, p. 67). Un autre type de fusion a vu le jour, à savoir, une fusion offensive entre la *Bank of Tokyo* et la *Mitsubishi Bank* (Aglietta, 1997, p. 128) pour former la plus importante banque du Japon. En même temps, en novembre 1996, le Premier ministre Ryutaro Hashimoto annonce le projet de *Big-Bang* (Aglietta, 1997, p. 129). Ce *Big-Bang* se résume dans le slogan : *Free, Fair, Global*. « *Free* » fait référence à la libéralisation des marchés. « *Fair* » annonce que les marchés seront plus transparents. Et « *Global* » pour dire que les marchés financiers japonais seront internationalisés (Ujiié, 2002, p. 27).

Selon Yves Tiberghien, ces réformes poursuivent les politiques de Nakasone. En ce qui concerne les entreprises, il y a trois réformes importantes : tout d'abord, une réforme de la comptabilité qui a pour but d'obtenir une « transparence accrue des états

financiers » (Tiberghien, 2011, p. 129) ; ensuite, le 11 juin 1997, il y a un « assouplissement de l'interdiction des holdings » (Tiberghien, 2011, p. 129) ; enfin, il y a eu une « libéralisation de toutes les transactions sur le marché des devises pour les particuliers et pour les entreprises » (Tiberghien, 2011, p. 129).

Aglietta explique qu' « il s'agit de concevoir enfin dans une même perspective le développement des marchés et la restructuration des institutions financières » (Aglietta, 1997, p. 129). C'est d'autant plus important que beaucoup de critiques accablent les régulateurs pour leurs réformes partielles et non cohérentes depuis le début de la crise. Ils ont commencé par faire des réformes de marché sans modifier les structures financières, puis ils ont essayé de restructurer le secteur bancaire dans la réforme de 1992 (Aglietta, 1997, p. 124). Dans l'ensemble, les régulateurs n'ont pas eu les résultats escomptés. Le *Big-Bang* d'Hashimoto annonce donc des réformes de marché et des transformations structurelles dans le sens de plus de déréglementations, plus de concurrence entre les institutions financières et une adaptation aux marchés financiers mondiaux.

3.2 Le gros de la crise

3.2.1 Poursuite des faillites et sauvetages

La crise prend une autre ampleur à partir de 1997. Dès le mois d'avril 1997, la *Nippon Credit Bank* (NCB) annonce un plan de restructuration. Cette banque était la plus petite des trois banques de crédit à long terme du Japon avec un total d'actif de 15 trillions de yens (\$129 milliards) en septembre 1996 (Nakaso, 2001, p. 7). Un plan prévoit d'injecter 290,6 milliards de yens, avec 210,6 milliards provenant de sources privées et 80 milliards de la BOJ via le *New Financial Stabilisation Fund* créé à l'issue de la liquidation des *jusen* (Nakaso, 2001, p. 8). Ce plan ne fonctionnera pas et la *Nippon Credit Bank* sera nationalisée en décembre 1998 après que la *Financial Reconstruction Law* et la *Financial Function Early Strengthening Law* soient passées. Ces deux lois visent « à établir des arrangements pour liquider les banques insolubles et fournir du capital aux banques en santé afin de

s'assurer de la bonne restructuration du système financier¹¹⁶ » (Ujiie, 2002, p. 24). En ce qui concerne la *Financial Reconstruction Law*, elle permet de mettre une banque en difficulté sous la supervision de la *Financial Reorganization Administration* (FRA) ou bien être nationalisée temporairement (Nakaso, 2001, p. 14). Ces lois ont notamment permis la nationalisation de la NCB, mais aussi de la *Long-Term Credit Bank* (LTCB) en octobre 1998. La LTCB s'est fait récupérer ses créances douteuses et ses pertes ont été couvertes par les actionnaires et le DIC (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 11). La LTCB a ensuite été revendue en 2000 à *Ripplewood Holding* (Ujiie, 2002, p. 34) qui est une compagnie américaine pour devenir la *Shinsei Bank*.

L'année 1997 marque le début de faillites de maisons de courtage. *Masuo Securities*, *Sanyo Securities* ou encore *Yamaichi Securities* ont toutes connu de très grandes difficultés. *Masuo* et *Sanyo* ont fait faillite la même année tandis que *Yamaichi Securities* n'a fait faillite qu'en juin 1999, mais a cessé ses activités en novembre 1997. *Yamaichi Securities* faisait partie des quatre maisons de courtage les plus importantes du Japon. Elle a commencé à avoir des problèmes quand il a été constaté qu'elle avait caché 200 milliards de yens de créances douteuses qui n'apparaissaient pas sur ses comptes (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 10). Depuis 1969, les clients des maisons de courtage en faillite sont protégés par le *Deposit Securities Compensation Fund* (DSCF) (Ujiie, 2002, p. 25). Lorsque *Masuo Securities* et *Sanyo Securities* font faillite, le DSCF n'a pas assez de fonds pour compenser les clients de ces compagnies (Ujiie, 2002, p. 25). Deux nouveaux fonds vont être créés en décembre 1998 dans le but de s'assurer d'avoir des fonds nécessaires pour les clients. Ces fonds s'appellent le *Securities Investor Protection Fund* et le *Japan Investor Protection Fund* (Ujiie, 2002, p. 26).

L'année 1997 se termine très mal, car le mois de novembre voit la faillite ou la cessation d'activité de la *Sanyo Securities*, de la *Hokkaido Takushoku Bank*, de la *Yamaichi Securities* et de la *Tokuyo City Bank* (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 10). De plus, 14 banques majeures sur 19 ont affiché des pertes (Guichard, 1999, p. 64). La DIC

¹¹⁶ (Traduction de l'auteur)

n'avait plus de fonds après la faillite de la *Hokkaido Takushoku Bank*, les régulateurs ont alors annoncé une injection de capitaux dans la DIC de 17 trillions¹¹⁷ de yens et une injection de capitaux dans les institutions financières viables de 13 trillions de yens (Ito, 2000, p. 97). Il y a alors une explosion de l'utilisation de fonds publics dans cette crise. Il a fallu les énormes faillites bancaires pour que l'opinion publique finisse par accepter l'utilisation massive de fonds publics. Comme le rappelle Nakaso, les proportions de fonds publics mobilisés pour la liquidation des *jusen* sont très faibles par rapport à la suite : « The public money injected in the *jusen* fiasco amounted to ¥685 billion, which appears small relative to ¥60,000 billion of public money that was later introduced to clean up the banking mess » (Nakaso, 2001, p. 6).

En ce qui concerne l'industrie des assurances, deux compagnies vont être créées pour renforcer l'ancienne *Insurance Policyholder Protection Fund*. Ces entreprises sont des *Policyholder Protection Corporation*, une est spécialisée dans les assurances-vie et l'autre est spécialisée dans les assurances de dommages divers (Ujiie, 2002, p. 26). Les années 2000 marqueront le début de faillites dans le secteur de l'assurance-vie (Bernier, 2009, p. 201).

3.2.2 Interventions conséquentes du gouvernement

Le gouvernement a créé, en février 1998, le *Financial Crises Management Committee* qui a pour rôle de repérer les banques qui auraient besoin d'injection de capitaux (Basel Committee on Banking Supervision, 2004, p. 10). Le même mois, 21 banques majeures se sont vues injecter des fonds à hauteur de 1,8 trillion de yens au total, ce qui est très peu (Nakaso, 2001, p. 12). En mars 1999, à nouveau 7,5 trillions de yens¹¹⁸

¹¹⁷ 7 trillions sont versés à la DIC sous forme de « *special government bond* » et 10 trillions sont sous forme de garantie de ligne de crédit (Nakaso, 2001, p. 11). De même pour les 13 trillions injectés aux banques viables avec une répartition de 3 trillions en *special government bond* et 10 trillions en garantie de ligne de crédit.

¹¹⁸ Les 1,8 trillion et les 7,5 trillions font partie du plan de départ d'injecter jusqu'à 30 trillions de fonds publics dans la DIC et les banques viables.

sont injectés dans 15 banques. En mars 1999, dans le cadre de la *Financial Function Early Strengthening Law*, 25 trillions de yens supplémentaires sont mis à disposition des banques majeures. Afin de mettre en place ce dispositif de stabilisation, la *Financial Reconstruction Commission* (FRC) a été créée et est un organe du cabinet du Premier ministre (Nakaso, 2001, p. 14).

De plus, une nouvelle institution, la *Financial Supervisory Agency* (FSA) va remplacer le rôle de superviseur du MOF à partir du 22 juin 1998¹¹⁹ (Guichard, 1999, p. 59). Le MOF va en plus supprimer le *Banking Bureau* et le *Security Bureau* pour être remplacés par le *Financial Planning Bureau* qui portera la charge de la réglementation du système financier (Guichard, 1999, p. 59). En avril 1998, une révision de la *Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law* vient libéraliser les transactions de capital entre le Japon et l'étranger. Plus important, en décembre 1998, la *Financial System Reform Law* est passée (Ujiie, 2002, p. 27) sous le gouvernement de Keizo Obuchi. Cette loi est la continuité du *Big-Bang* entrepris par Hashimoto et sera implémentée en 2001. Une des spécificités du *Big-Bang* financier japonais est qu'il ne se limite pas au marché des actions comme en Angleterre, mais cherche à libéraliser tous les marchés financiers en même temps, aussi bien les marchés de capitaux, d'actions ou d'assurances.

Résumons rapidement cette nouvelle phase de libéralisation accélérée que porte la *Financial System Reform Law* d'Obuchi. Cette loi améliore les outils de gestion d'actif (nouveaux *trusts* d'investissement, autorisation de marchés de gré à gré (*over-the-counter*), libéralisation totale des dérivés) ; on passe d'un système de licence à un système d'enregistrement pour les maisons de courtage, ce qui a permis de voir 32 nouvelles compagnies, dont des étrangères, s'enregistrer en 13 mois à compter de décembre 1998 ; les commissions de courtage ont été complètement libéralisées, ce qui a entraîné une augmentation des échanges sur internet ; de nouveaux marchés ont été créés dans le but de diversifier les canaux de financement ; un marché pour les *start-ups* a été créé à la Bourse de Tokyo ; afin d'améliorer la transparence, les banques sont obligées de révéler

¹¹⁹ En juillet 2000, la *Financial Supervisory Agency* est devenue la *Financial Services Agency* sous la juridiction de la *Financial Reconstruction Commission* (FRC).

leurs actifs non performants¹²⁰, etc. Une accélération réelle des mesures de libéralisation s'est produite à partir de 1998 en même temps qu'une restructuration des institutions de régulation et de supervision financières. À l'instar du Conseil de la concurrence industrielle (ICC) créé en 1999. Cette instance avait pour but de réunir les ministres du gouvernement, quelques chefs d'entreprise sélectionnés dans le privé et le Premier ministre qui présidait ces réunions. Tiberghien explique que « les huit réunions du Conseil donnèrent naissance à une bonne dizaine de nouvelles lois relatives à la restructuration, dont, notamment, la Loi de revitalisation industrielle d'août 1999, la Loi sur les banqueroutes et la Loi sur l'assouplissement du travail temporaire et sur les travailleurs intérimaires de décembre 1999 et les premières phases de la révision du code commercial (1999-2000) » (Tiberghien, 2011, p. 129).

De nombreux changements surviennent entre 1997 et 1998. L'année 1999 va tout de même voir de nombreuses banques reprises par la *Financial Reorganization Administration* (FRA), comme la « Kokumin Bank en avril, la Kofuku Bank en mai, la Tokyo Sowa Bank en juin, la Namihaya Bank en août et la Niigata Chuo Bank en octobre » (Ujiie, 2002, p. 25). Sous la conduite de la FRA, ces banques ont continué leurs opérations tout en transférant leurs créances douteuses à la *Resolution and Collection Corporation*¹²¹ (RCC) afin d'assainir leurs comptes (Nakaso, 2001, p. 16). Les autorités japonaises ont alors reconnu qu'il était possible de gérer les faillites bancaires de manière systématique en utilisant cette forme de filet de secours (Nakaso, 2001, p. 16), à savoir la combinaison de la FRA et de la RCC avec des injections de capitaux de la BOJ. Toutefois, ce système génère de l'aléa moral, car les banques sont presque sûres d'être sauvées, ce qui théoriquement leur donne un engouement pour le risque plus grand. De plus, la dette publique a augmenté énormément depuis la fin des années 1990 (cf. Figure 6). Ces deux raisons ont poussé les régulateurs à commencer à travailler sur un autre système de filet de sauvetage

¹²⁰ Site de la FSA. Repéré à http://www.fsa.go.jp/p_mof/english/big-bang/ebb37.htm. (Consulté le 11 juillet 2016)

¹²¹ La RCC est née de la fusion entre la HLAC et la RCB. Elle opère comme une filiale de la DIC.

dès le printemps 1999. En décembre 2000, le filet de sauvetage pour les banques en difficulté comptabilisait 70 trillions de yens de fonds publics disponibles (Nakaso, 2001, p. 38). En mars 2001, cette façon de résoudre le problème des banques est terminée. Dans le nouveau système, la BOJ prendra moins de place au profit de la DIC dans le sauvetage des banques (Nakaso, 2001, p. 40). La restructuration d'une banque en faillite peut se faire beaucoup plus rapidement dans le nouveau système comme le dit Nakaso : « the business transfer to an assuming bank will typically be completed over a weekend and the failed bank reopens as a new bank immediately after the failure announcement » (Nakaso, 2001, p. 41).

Figure 6 : Dette Publique en pourcentage du PIB



Source : Trading Economics. Repéré à <http://fr.tradingeconomics.com/japan/government-debt-to-gdp> (Consulté le 12 juillet 2016)

4. LES CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES DE CETTE CRISE

4.1 Les effets de la politique monétaire

Quelle a été la politique monétaire mise en place depuis la fin des années 1980 ? À la fin des années 1980, après que la bulle immobilière ait bien gonflé, la BOJ décide de monter les taux d'intérêt. Dans un contexte où l'inflation était en hausse à la fin des années 1980 et où l'écart entre les profits des entreprises par rapport au prix des actions

s'agrandissait, la BOJ a imposé une politique plus restrictive du crédit qui se traduit par l'augmentation des taux d'intérêt (Bernier, 2009, p. 200). Cette politique monétaire plus restrictive a causé directement la chute des cours boursiers à partir de décembre 1989 (Tiberghien, 2011, p. 122). Le prix des terrains ne commencera à baisser qu'à partir de 1991 (Bernier & Mirza, 2007, p. 56). Entre 1991 et 1992, il y a eu une baisse de 15,5 % de la valeur des terrains (Dourille-Feer, 2005, p. 51).

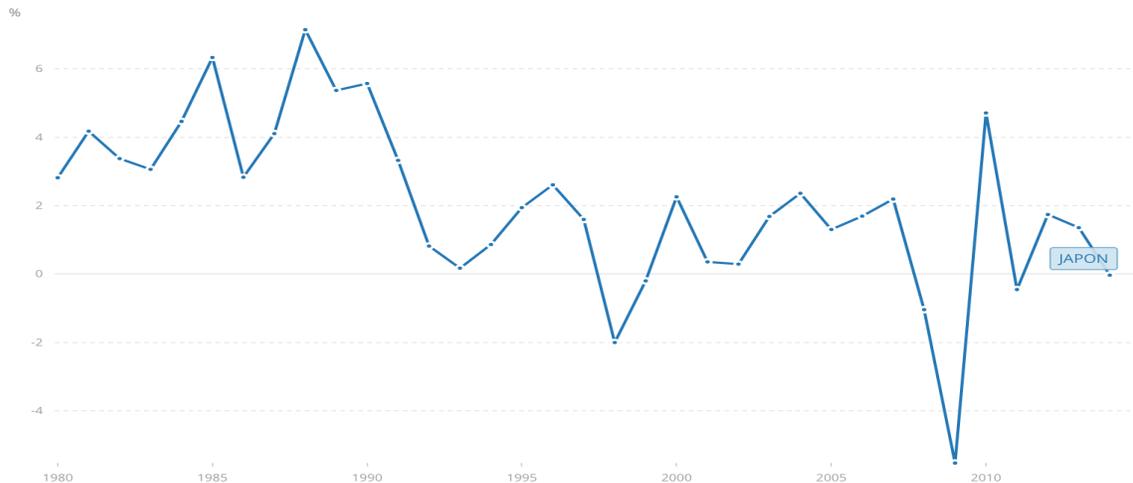
À partir de juillet 1991, la BOJ baisse son taux d'escompte de 6 % à 5,5 %, ce qui marque le début d'une politique monétaire un peu plus souple qui va jusqu'à la politique de « taux zéro » en février 1999 (Dourille-Feer, 2005, p. 53). Cette politique va perdurer jusqu'en 2006, sauf pendant la période allant d'août 2000 à janvier 2001 où les taux étaient à 0,25 % (Dourille-Feer, 2005, p. 53). L'objectif affiché d'une politique de « taux zéro » est de faire repartir l'investissement, sachant que l'argent ne coûte rien. De fait, l'économie ne repartira que vers 2002-2003.

D'avril 1992 à avril 1995, le yen a vu sa valeur s'apprécier face au dollar, en passant de 130 à 80 yens pour un dollar. Puis l'inverse s'est produit d'avril 1995 à avril 1997, avec un yen passant de 80 à 125 yens pour un dollar (Aglietta, 1997, p. 120). D'un point de vue général, les exportations du Japon dans les années 1990 ont été deux fois plus grandes que dans la décennie 80 (Dourille-Feer, 2005, p. 59). On peut dire que le régime de croissance est clairement tiré par les exportations dans cette nouvelle période.

4.2 Les impacts sur l'économie du Japon

En ce qui concerne la croissance économique, elle est passée de 5,4 % en 1989 à 0,2 % en 1993. En même temps, la production industrielle était en recul de 6,1 % en 1992 et de 4,5 % en 1993 (Dourille-Feer, 2005, p. 51). Il y a eu une légère reprise vers 1995-1996 qui peut s'expliquer en partie par la reconstruction à la suite du tremblement de terre de Kobe, puis la crise de 1997 a porté la croissance à des taux négatifs de -2 % en 1998 et de -0,2 % en 1999 (cf. Figure 7).

Figure 7 : Taux de croissance du PIB (%) de 1980 à 2014



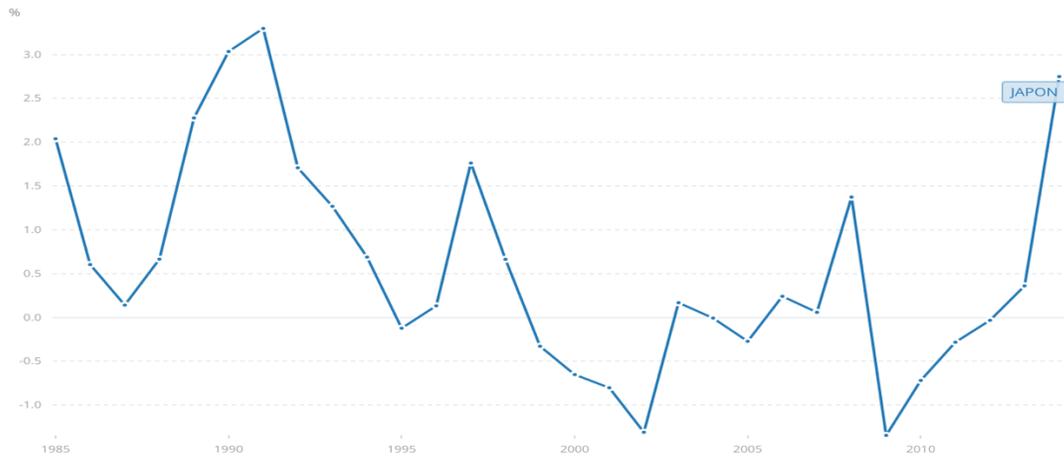
Source : Banque Mondiale. Repéré à

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2014&locations=JP&start=1980>
(Consulté le 13 juillet 2016)

Données : 1988 : 7,1 % ; 1989 : 5,4 % ; 1993 : 0,2 % ; 1996 : 2,6 % ; 1998 : -2 % ; 2000 : 2,3 % ; 2002 : 0,3 % ; 2003 : 1,7 % ; 2004 : 2,4 % ; 2007 : 2,2 % ; 2008 : -1 % ; 2009 : -5,5 % ; 2010 : 4,7 % ; 2011 : -0,5 % ; 2012 : 1,7 % ; 2014 : 0 %.

L'inflation des prix à la consommation a grandement fluctué. Elle est passée de 0,1 % en 1987 à 3,3 % en 1991. On se rappelle qu'on avait dit que le changement de politique monétaire en 1989 visait en partie à réduire l'inflation qui était alors de 2,3 %. Il y a ensuite eu une baisse continue de l'inflation de 1991 à 1995, passant de 3,3 % à -0,1 %, soit en déflation. En même temps que la légère reprise de 1995-96, le taux d'inflation est remonté à 1,8 % en 1997, puis la crise de 1997 a fait chuter de pair la croissance économique et l'inflation. La période allant de 1998 à 2002 est une période de déflation atteignant un plancher de -1,3 % en 2002. Bernier explique cette déflation en partie par le fait que la crise a entraîné une « baisse de la consommation des ménages causée par la diminution des avoirs et par la perte de confiance dans l'économie ; et donc contraction du marché interne à cause de la baisse des investissements et de la diminution de la consommation » (Bernier, 2009, pp. 204-205). En moyenne, la déflation sera présente jusqu'à 2012, comme on peut le voir sur la figure 8.

Figure 8 : Taux d'inflation au Japon de 1985 à 2014



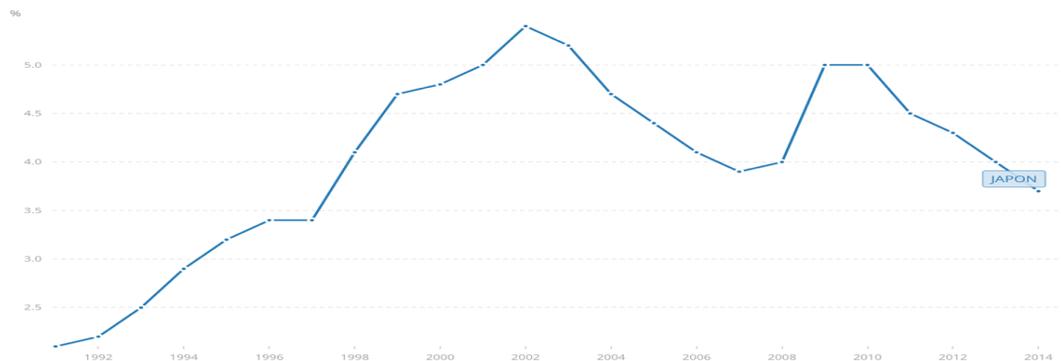
Source : Banque Mondiale. Repéré à

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2014&locations=JP&start=1985>
(Consulté le 13 juillet 2016)

Données : 1987 : 0,1 % ; 1989 : 2,3 % ; 1991 : 3,3 % ; 1995 : -0,1 %

Le passage d'une crise financière à une crise économique peut se constater lorsque l'on regarde le taux de chômage au Japon. En 1991, le taux de chômage nippon s'élevait à 2,1 %. Ce taux n'a cessé de croître jusqu'en 2002 à 5,4 %. Puis la reprise de l'économie entre 2002 et 2007 a permis une baisse du chômage jusqu'à 3,9 % en 2007 (cf. Figure 9).

Figure 9 : Taux de chômage au Japon de 1991 à 2014



Source : Banque Mondiale. Repéré à

<http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/SL.UEM.TOTL.ZS?end=2014&locations=JP&start=1991>
(Consulté le 13 juillet 2016)

Données : 1991 : 2,1 % de chômage ; 2002 : 5,4 % ; 2007 : 3,9 % ; 2009 : 5 % ; 2014 : 3,7 %

Le chômage est d'autant plus important qu'il explique aussi en partie la crise sociale qui se vit au fur et à mesure que le Japon s'enfonce dans la crise. Le chômage entraîne une perte de revenu de plusieurs ménages qui de fait vont diminuer leur consommation et leur épargne (Bernier, 2002, p. 96). Cette baisse de consommation entraîne un ralentissement de l'économie. Par ailleurs, la baisse de revenu entraîne une insécurité évidente qui est une bonne source de tensions sociales et notamment de tensions familiales (Bernier, 2009, p. 219).

Un changement majeur a eu lieu en ce qui concerne le niveau d'endettement public et privé au Japon. Comme le résume Dourille-Feer : « le secteur public a bien pris le relais du secteur privé puisque, entre 1989 et 2009, son endettement a bondi de 52 % à 170 % du PIB alors que celui du secteur privé passait de 219 % à 113 % du PIB » (Dourille-Feer, 2005, p. 55). Cela s'explique par les injections massives de capital à partir de 1996.

5. LA CRISE JAPONAISE D'UN POINT DE VUE RÉGULATIONNISTE

Après avoir présenté ce que l'on pourrait englober dans la forme institutionnelle « monnaie », c'est-à-dire le système bancaire et financier japonais et ses différentes transformations, ainsi que les différents régulateurs qui ont un rôle très important, nous présentons une interprétation régulationniste de cette crise qui ne se limite pas à la forme « monnaie » ou à l'État. L'approche régulationniste comprend aussi le rapport salarial, l'ouverture sur le monde et la concurrence. L'interprétation de Sébastien Lechevalier en termes de coordination que nous avons présentée au chapitre précédent mérite d'être développée davantage ici, car c'est selon nous une bonne explication et interprétation de cette crise qui, rappelons-le, est une crise structurelle du capitalisme japonais et notamment du mode de régulation compagnie-iste.

5.1 Interprétation en termes de coordination

À titre de rappel, Sébastien Lechevalier a développé son interprétation en termes de coordination en 2007 dans le but d'expliquer la crise structurelle japonaise. Le capitalisme japonais étant classé comme « capitalisme coordonné » selon la théorie des *Varieties of Capitalism* (VOC) (Hall & Soskice, 2002, p. 66), Lechevalier a cherché des formes de coordination pertinentes pour expliquer le fonctionnement de ce capitalisme. Par ailleurs, son analyse reprend des éléments de la crise du mode de régulation compagnie-iste, comme l'affaiblissement de la banque principale que nous développerons plus loin. Lechevalier fait une analyse sur trois niveaux : 1) niveau de la structure industrielle dans lequel on retrouve les *keiretsu* et le système de sous-traitance ; 2) niveau des relations professionnelles dans lequel on retrouve le *shunto* ; 3) niveau du gouvernement où l'on regarde les politiques industrielles et le bureaupluralisme. Enfin, la coordination remplit trois fonctions essentielles : une fonction d'assurance, une fonction d'égalisation et enfin la coordination produit des effets de *spillover* (en matière d'innovation technologique ou encore dans les formes d'organisation). Voici résumé brièvement ce que nous avons présenté dans le chapitre 4. Il faut ajouter à cela la thèse de Lechevalier. Selon lui, « les transformations qui ont caractérisé le capitalisme japonais depuis ces années [1980] peuvent être résumées ainsi : hétérogénéité croissante des entreprises en termes de performances et de mode d'organisation, au point qu'il n'est plus possible de parler d'un modèle J de la firme ; déclin des formes antérieures de coordination (sous-traitance, *keiretsu*, *shunto*, « bureaupluralisme », politique industrielle conduite par le MITI) ; montée des inégalités, qui traduisent une remise en cause du compromis social d'après-guerre » (Lechevalier, 2011d, p. 57). Il ajoute qu'« il est possible d'interpréter la décennie perdue comme le résultat du manque de coordination (ou d'une coordination inefficace) de l'hétérogénéité croissante des entreprises japonaises » (Lechevalier, 2011d, p. 82). Nous étudierons plus loin l'idée « d'hétérogénéité croissante des entreprises ».

Comment la coordination explique-t-elle la crise japonaise ? Il s'agit d'analyser les différentes formes de coordination qui ont permis le miracle japonais, puis de chercher les petites transformations sur longue période qui ont fini par altérer différentes institutions, ce qui de fait remet en cause l'efficacité de la coordination et donc le mode de régulation dans son ensemble. Ces « petites transformations » ont été caractérisées par la mise en place de politiques néolibérales dont on a vu quelques exemples au chapitre précédent.

5.1.1 Niveau de la structure industrielle

À ce niveau, on regarde le fonctionnement des *keiretsu*. Nous avons vu qu'au sein des *keiretsu*, les entreprises font des participations croisées, c'est-à-dire qu'elles investissent les unes dans les autres, donc se prêtent mutuellement de l'argent. Ce système a permis de stabiliser les sources de financement, car si une entreprise est en difficulté, elle sera aidée par les entreprises qui font partie du système de participations croisées. À partir des années 1990, il y a un déclin des participations croisées (Lechevalier, 2011a, p. 155). Lechevalier résume ainsi : « on observe un déclin de la cohérence des *keiretsu*, que l'on peut mesurer au niveau des participations croisées et du commerce intragroupe, ainsi qu'à celui de l'actionnariat, marqué par un déclin de sa composante stable et réciproque, au profit de celle qui est plus dispersée et plus sensible à l'arbitrage » (Lechevalier, 2011b, p. 181). Yamada et Hirano expliquent que les « actionnaires stables » sont les institutions financières et les entreprises non financières. Ils ajoutent que « le pourcentage de participation stable a chuté de 43 % en 1991 à 26 % en 2002 » (Yamada & Hirano, 2015, p. 30). En ce qui concerne l'actionnariat réciproque, celui-ci passe « d'environ 17,5 % au début des années 1990 à moins de 7 % au milieu des années 2000 » (Lechevalier, 2011b, p. 181).

Une transformation majeure impulsée en grande partie par les politiques néolibérales est l'affaiblissement du système de la banque principale dès les années 1980 avec l'augmentation de l'autofinancement. Cet affaiblissement avait déjà été analysé par

Yamada comme un élément porteur de transformation du mode de régulation compagnie-iste. En effet, il explique que : « dans le Japon stagnant des années 1990, plusieurs politiques économiques visant la déréglementation financière et la marchandisation ont été mises en place et la structure financière des entreprises en a été définitivement modifiée. Ce changement a également provoqué l'effondrement des relations banque-entreprise, banque gouvernement et interentreprises qui constituaient à elles trois un fondement important de la régulation compagnie-iste » (Yamada & Hirano, 2015, p. 28). Cela signifie que le système de la banque principale n'apporte plus la sécurité financière aux entreprises comme avant. Yamada ajoute que « les grandes sociétés ne considèrent plus les banques comme une source de financement et les banques ont également perdu leur volonté et leur capacité de surveiller et soulager les grandes entreprises » (Yamada & Hirano, 2015, p. 30). Il faut ajouter à cela, la modification en 1997 de la loi anti-monopole datant de 1949 (Aglietta, 1997, p. 129), et qui réintroduit le droit de constituer des *holdings* comme dans le système des *zaibatsu*. Ces éléments contribuent donc bien à l'effondrement du système de la banque principale. Toutefois, il faut nuancer un peu ces propos. La déréglementation des marchés obligataires dans la seconde moitié des années 1980 n'a pas empêché que les firmes aient continué à avoir recours au crédit bancaire, et ce recours a même augmenté dans les années 1990 (Lechevalier, 2011a, p. 154). Mais la tendance à se financer sur les marchés financiers pour les grandes entreprises a globalement augmenté, ce qui n'est pas la réalité des petites entreprises qui ont continué à se financer principalement auprès des banques. Entre 1997 et 1999, Isogai explique que « le ratio des emprunts bancaires dans la composition de la dette des entreprises japonaises a encore augmenté, reflétant la détérioration de la rentabilité des entreprises et le risque croissant après l'éclatement de la bulle » (Isogai, 2015, p. 59). Malgré cette augmentation surprenante aux vues de ce que l'on vient de dire, Isogai ajoute que « cette augmentation de la dépendance vis-à-vis des banques ne signifie pas la réhabilitation du rôle disciplinaire positif joué par la banque principale » (Isogai, 2015, p. 59). La banque principale ne pourra désormais plus « assurer le rôle de leader de la gouvernance et de la finance d'entreprise » (Isogai, 2015, p. 59). Un des problèmes que

cause l'affaiblissement de la banque principale est le fait qu'il n'y ait pas eu « d'autres méthodes visant à s'assurer de la rentabilité de leurs clients ou des moyens d'évaluer adéquatement le risque lié aux investissements » (Bernier, 2002, p. 93).

Enfin, en ce qui concerne les relations de sous-traitance, Lechevalier les qualifie de « plus fluides » (Lechevalier, 2011b, p. 181). Cela veut dire que les relations de grande entreprise à sous-traitant sont moins stables qu'auparavant. Cela peut s'expliquer par la volonté des grandes entreprises de privilégier les gains de court terme plutôt que des relations de long terme comme avant. L'exemple de Nissan est marquant, car cette entreprise a réduit en trois ans¹²² de moitié le nombre de fournisseurs qu'elle avait (Lechevalier, 2011b, p. 182). Le nouveau principe de Nissan étant : « l'achat de matériaux et de pièces chez le fournisseur le plus performant » (Lechevalier, 2011b, p. 182). Cela met en concurrence directe ses fournisseurs entre eux, mais aussi avec les entreprises étrangères, car le Japon va de plus en plus délocaliser ses entreprises et établir une chaîne de production à l'échelle de l'Asie de l'Est et du Sud-Est. L'affaiblissement de cette forme de coordination a eu tendance à affaiblir les effets de *spillover* qui existaient entre les grandes entreprises et leurs sous-traitants (Lechevalier, 2011b, p. 182).

5.1.2 Niveau des relations professionnelles

Au niveau des relations professionnelles, on s'intéresse particulièrement au *shunto* qui a permis une augmentation continue des salaires des travailleurs japonais. Le *shunto* a longtemps rempli une fonction d'égalisation en augmentant les salaires. Le *shunto* a aussi permis d'assurer un certain niveau de demande globale qui a maintenu des niveaux de consommation dont avait besoin l'économie japonaise. Isogai explique que « c'est à partir de 1997 que le *shunto* a perdu de sa substance et que son dysfonctionnement est devenu évident » (Isogai, 2015, p. 62). Deux changements importants ont eu lieu. Le premier est le fait que de moins en moins d'entreprises ont fait partie du processus. Le

¹²² En effet, Nissan comptait 1145 fournisseurs en 1999 contre 600 en 2002. (Lechevalier, 2011b, p. 182)

second changement porte sur l'objet des négociations. Lechevalier dit que « la négociation porte de moins en moins sur la croissance des salaires en relation avec les gains de productivité, ce qui est sa vocation principale, et de plus en plus sur des sujets certes importants, comme les conditions de travail, mais sur lesquels les syndicats ne sont pas en mesure d'aller au-delà de déclarations de principes relativement vagues » (Lechevalier, 2011b, p. 183). De fait, on peut observer que depuis les années 1990, il y a une « croissance de la dispersion des salaires et des bonus entre les *roren* (fédérations sectorielles de syndicats d'entreprise) et au sein d'un *roren* donné » (Lechevalier, 2011b, p. 183). Par sa disparition, le *shunto* laisse vide sa fonction d'égalisation, pour laisser place à une croissance des inégalités salariales. De fait, à partir de la reprise de 2002, on observe une diminution des salaires alors même que les profits des entreprises ont grandement augmenté (Yamada & Hirano, 2015, p. 32).

Pour rester dans le thème des inégalités, il convient de parler ici du problème de l'augmentation des travailleurs non réguliers. La majorité des grandes entreprises japonaises essayent de maintenir leur système d'emploi à vie. Elles essayent surtout de garder leurs travailleurs principaux tant que c'est possible (Yamada & Hirano, 2015, p. 33). De fait, le rapport salarial compagnie-iste a été transformé par la non-régularisation des travailleurs ainsi que par l'interruption de la hausse des salaires, donc du *shunto* (Yamada & Hirano, 2015, p. 32). Si les employés ont accepté de voir leur pouvoir d'achat diminuer, c'est parce que dans un contexte de crise des années 1990, les travailleurs avaient une préférence pour la stabilité de l'emploi au prix de voir leurs revenus baisser (Yamada & Hirano, 2015, p. 32). La sous-traitance a permis de limiter une augmentation massive du chômage, car les entreprises qui ne voulaient pas licencier leurs employés ont pu utiliser le « « marché du travail quasi interne » au sein des entreprises affiliées de leur groupe » (Isogai, 2015, p. 62). Cette pratique a augmenté le nombre de travailleurs non réguliers. Lechevalier précise que « cette montée du travail non régulier concerne tout particulièrement le travail à temps partiel qui représente plus de 30 % de l'emploi en 2009 » (Lechevalier, 2011a, p. 150). Un dernier facteur ayant contribué à l'augmentation des travailleurs non réguliers réside dans le changement du mode de rémunération des

employés. En effet, la rémunération en fonction de la performance va être de plus en plus répandue. Isogai explique que cette rémunération sert deux objectifs : d'abord, en employant des travailleurs non réguliers payés à la performance, les entreprises vont pouvoir faire des économies sur les salaires et deuxièmement, les entreprises cherchent à améliorer la performance des employés (Isogai, 2015, p. 62).

Les modifications dans le monde de l'emploi ont entraîné une transformation du rapport salarial qui est souvent centrale dans les transitions diverses des capitalismes dans l'histoire, le Japon n'y a pas échappé.

5.1.3 Niveau du gouvernement

Le troisième niveau d'analyse est celui de la forme institutionnelle « État » qui est une forme primordiale. À titre de rappel, « le bureaupluralisme se définit par la représentation des différents intérêts régionaux et sectoriels au sein de l'administration » (Lechevalier, 2011b, p. 179). Notamment par des redistributions fiscales interrégionales, le gouvernement central a joué un rôle de coordination du point de vue du développement des différentes régions et des différents secteurs. Dans les années 1990, Lechevalier dit que le bureaupluralisme « entre dans une phase de dégénérescence, dont le principal perdant est sans aucun doute le MoF, dans un contexte de crise financière » (Lechevalier, 2011b, p. 184). Cette « dégénérescence » s'exprime, par exemple, par le fait que les transferts fiscaux du gouvernement central vers les régions vont être réduits, quand bien même c'était une façon de réduire les inégalités interrégionales. Au début des années 2000, « le gouvernement central recevait environ 60 % de l'ensemble du revenu des impôts, tandis que les municipalités dépensaient environ 60 % des dépenses publiques totales » (Lechevalier, 2011b, p. 192). Les transferts se réduisant, les gouvernements préfectoraux vont alors augmenter les impôts locaux, notamment la taxe locale d'habitation (Lechevalier, 2011b, p. 192). Cette tendance est en cohérence avec les politiques néolibérales qui cherchent à avoir toujours « moins d'État » et une plus grande concurrence entre les régions. De l'affaiblissement du bureaupluralisme, on voit grandir

le pouvoir du Cabinet du Premier ministre qui avant les réformes administratives de 2001 n'avait pas d'administration à lui, et qui va jouer un rôle de coordinateur à la place du MOF (Lechevalier, 2011b, p. 190). De nouveaux postes de secrétaire d'État sont créés, à l'instar de Takenaka Heizo qui sera « ministre d'État en charge des politiques économiques et fiscales » rattaché directement au Premier ministre Koizumi (Lechevalier, 2011b, p. 190). De plus, des commissions vont être mises en place, à l'instar du *Council for Economic and Fiscal Policy* (CEFP) ou encore du *Council for Science and Technology Policy* (CSTP) et seront, elles aussi, rattachées directement au Cabinet du Premier ministre. En ce qui concerne le CEFP, c'est la plus importante commission qui cherche à représenter les idées des différents ministères, mais aussi des chefs d'entreprise et des chercheurs, sans tenir compte des travailleurs et des consommateurs (Lechevalier, 2011b, p. 190).

En ce qui concerne la politique industrielle, Lechevalier constate que « jusqu'au milieu des années 1990, [il y a] une stagnation ou un déclin relatif de certains budgets du MITI et une moindre ambition de ses programmes » (Lechevalier, 2011b, p. 184). On peut expliquer ce déclin par trois facteurs. Premièrement, encore une fois l'idéologie néolibérale cherche à avoir « moins d'État » et donc à limiter les interventions de l'État dans l'économie. Le second facteur est lié directement à « l'échec de certains programmes du MITI (par exemple, dans le domaine de l'informatique) » (Lechevalier, 2011b, p. 184). Enfin, il y a eu de nombreuses critiques faites par le milieu académique visant les « fondements mêmes de la politique industrielle » (Lechevalier, 2011b, p. 184). Le gouvernement a donc cherché à jouer un nouveau rôle de coordination. D'où la réforme notamment des deux ministères en charge de la politique industrielle, à savoir le MITI et le ministère de l'Éducation (ME). En ce qui concerne le MITI, celui-ci est devenu le *Ministry of Economy, Trade and Industry* (METI) en 2001. Tandis que le ME a fusionné avec la *Science and Technology Agency* (STA) la même année, pour donner le *Ministry of Education, Culture, Sports, Science and Technology* (MEXT). L'institution qui va coordonner le tout est le *Council for Science and Technology Policy* (CSTP) qui est directement rattaché au Cabinet du Premier ministre (Lechevalier, 2011b, p. 189). Le Cabinet du Premier ministre va mettre en place des « plans-cadres » de cinq ans pour la science et la

technologie » (*Science and Technology Basic Plans*). Lechevalier explique que par rapport aux années 1980, ces plans ont gagné en effectivité (Lechevalier, 2011b, p. 190), car « la définition de secteurs stratégiques est accompagnée de choix budgétaires affirmés, ce qui constitue une façon très concrète de coordonner les acteurs » (Lechevalier, 2011b, p. 190). D'un point de vue général, on assiste donc à une plus grande centralisation au détriment des régions.

5.1.4 Une explication en termes d'hétérogénéité des entreprises

Après avoir expliqué les changements des formes de coordination, il convient de présenter brièvement l'hypothèse de Lechevalier selon laquelle l'hétérogénéité croissante des entreprises serait une des causes des nombreux déséquilibres observés. Si l'on s'en tient à une définition très générale de la coordination telle que : « tout ce qui assure la mise en relation d'agents hétérogènes¹²³ », alors on comprend pourquoi l'hétérogénéité croissante de l'organisation des entreprises et des performances des entreprises va rendre plus difficiles les formes de coordination ou du moins les modifier. C'est dans ce contexte que l'hypothèse de Lechevalier consiste à dire, pour simplifier, que les politiques néolibérales ont modifié les différentes formes d'organisation des entreprises, ce qui a fait augmenter l'hétérogénéité des entreprises, ce qui a modifié les formes de coordination, ce qui explique en partie la décennie perdue. Lechevalier soutient que les réformes néolibérales qui cherchent à faire du marché un coordonnateur ou un régulateur central dans la société ne sont pas parvenues à assurer ni à améliorer les formes antérieures de coordination (Lechevalier, 2011b, p. 194). Ce qui est sûr, c'est que les politiques néolibérales ont directement affecté le bureaupluralisme et la politique industrielle, et indirectement affecté le *shunto*, la sous-traitance et les *keiretsu* (par exemple, la

¹²³ Présentation de la grande transformation, La conférence-débat de Sébastien Lechevalier : <http://ses.ens-lyon.fr/articles/les-transformations-du-capitalisme-japonais-166832> (Consulté le 25 juillet 2016)

libéralisation du marché obligataire a fait qu'il y a eu moins de participations croisées et a affaibli le système de la banque principale).

Lechevalier explique que l'hétérogénéité croissante des entreprises est vraie pour ce qui est de l'organisation des entreprises et de la performance de ces entreprises (Lechevalier, 2015, p. 75). Même des entreprises de même taille vont commencer à avoir des performances différentes. Comment l'expliquer et quelles sont les conséquences de cette hétérogénéité sur le capitalisme japonais ? Aoki a fait un classement de trois différents types d'entreprises en fonction de leur stratégie de financement et leur politique d'emploi. Il y a des entreprises qui ont cherché à combiner des pratiques de financement par les marchés tout en maintenant l'emploi à long terme (23 % des entreprises et 67 % de l'emploi total). D'autres ont cherché à maintenir leurs méthodes de financement relationnel avec la banque principale et les participations croisées, mais avec des pratiques d'emploi de marché (pas de système d'emploi à vie) (21 % des entreprises et 10 % de l'emploi total). Enfin, il y a les entreprises qui comme dans le mode de régulation compagnie-iste cherchent à maintenir le financement relationnel et l'emploi à vie (26 % des entreprises et 11 % de l'emploi total (Lechevalier, 2015, p. 80). Le premier type d'entreprise obtient des résultats satisfaisants, le second obtient des résultats élevés, enfin le troisième type plus traditionnel obtient de médiocres résultats. En 2002, le *Corporate Code Reform* permet aux entreprises de choisir le type de *corporate governance* qu'elles désirent, c'est-à-dire basé sur le modèle anglo-saxon ou bien sur le modèle traditionnel (Aoki et al., 2007, p. 430). Cette réforme va introduire un nouveau genre de différenciation des entreprises d'un point de vue de l'organisation. Voilà rapidement pour ce qui est de l'interprétation selon Aoki, on a d'abord une croissance de l'hétérogénéité des entreprises qui s'explique par les stratégies de financement et les politiques d'emploi et plus tard, l'adoption de différentes *corporate governance* s'ajoutera à la croissance de l'hétérogénéité des entreprises japonaises.

Quant à Lechevalier, il cherche à compléter l'explication d'Aoki en ce qui concerne la montée de l'hétérogénéité des entreprises par leurs stratégies d'innovation et d'internationalisation (Lechevalier, 2015, p. 80). Il veut montrer que la différenciation des

stratégies d'innovation et d'internationalisation explique la dispersion croissante des niveaux de performance des entreprises japonaises (Lechevalier, 2015, p. 81). Pour faire cette recherche, Lechevalier a regardé les niveaux d'investissement en recherche et développement et en exportation. Les résultats qu'il a obtenu avec Ito sont les suivants : « en 1994, 44 % des 11604 entreprises manufacturières analysées n'investissaient ni en R&D ni dans l'exportation ; 30 % investissaient uniquement en R&D, 5 % se concentraient sur l'exportation, et 21 % investissaient dans ces deux domaines » (Lechevalier, 2015, p. 81). L'introduction des technologies de l'information et de la communication (TIC) « a réduit la dispersion de la productivité du travail intrasectorielle, tandis que l'internationalisation et la structure de marché toujours plus oligopolistique dans certains secteurs¹²⁴ l'ont augmentée » (Lechevalier, 2015, p. 83). Nous ne développerons pas plus sur l'hétérogénéité croissante des entreprises, mais regardons les implications possibles de cette hétérogénéité sur le capitalisme japonais.

Une des conséquences les plus notoires est l'augmentation des inégalités à partir des années 1990. Cette augmentation peut s'expliquer par le fait que les entreprises ont adopté différentes politiques d'emploi comme le montre Aoki. Une des conséquences directes des politiques d'emploi est l'augmentation de l'emploi non régulier au Japon. Ceci crée une dispersion croissante des salaires (en même temps que le chômage augmente), ce qui augmente les inégalités au Japon. Ces stratégies qui s'opèrent au niveau microéconomique ont des conséquences majeures sur le rapport salarial, donc sur le capitalisme japonais. Ces évolutions viennent affaiblir le compromis social d'après-guerre qui cherchait une relative égalité dans la société et l'emploi à vie.

Pour conclure brièvement sur cette partie, l'hétérogénéité croissante des entreprises ne permet pas de distinguer un nouveau mode de régulation post-compagnie-iste, mais explique certaines évolutions dont nous avons pu présenter quelques exemples ici. L'évolution des formes de coordination au Japon nous aide à établir une ébauche d'un éventuel mode de régulation japonais qui reste encore à définir.

¹²⁴ L'automobile est un bon exemple.

Les nombreuses transformations qui ont eu lieu tout au long des années 1980 et surtout 1990 ont engendré certains déséquilibres, érodé des complémentarités institutionnelles et surtout ont fait perdre la cohérence d'ensemble qui permettait d'expliquer le mode de régulation compagnie-iste ou encore l'âge d'or de la coordination. La sortie brève de cette crise entre 2002 et 2007 a été marquée par la continuité de la mise en place de politiques néolibérales sous Koizumi dont nous allons rapidement parler avant de conclure.

6. VERS LA FIN DE CETTE CRISE

Comme nous n'analyserons pas les conséquences de la crise de 2008, nous voulons tout de même présenter la suite des politiques néolibérales qui sont la continuité des politiques de Nakasone, Hashimoto et Obuchi et, nous pensons, une cause majeure qui explique l'impact important qu'a eu la crise des *subprime* sur l'économie japonaise.

6.1 Légère reprise de 2002-2007

Uemura a écrit que : « Après la destruction des excédents de capitaux et la résolution du problème des prêts non productifs, l'économie japonaise a pu commencer à se rétablir en 2002 grâce à un nouveau modèle de croissance » (Uemura, 2015, p. 140). Nous avons vu que les transformations concernant les travailleurs réguliers et non réguliers ont eu un impact sur les inégalités au Japon. Les travailleurs précaires représentaient 20,2 % des salariés en 1990 pour passer à 34 % en 2008 (Dourille-Feer, 2005, p. 63). La baisse des salaires entraînée par l'augmentation du nombre de travailleurs non réguliers a engendré une baisse de la demande intérieure. Cette baisse de la demande a été compensée par une augmentation des exportations au point où l'on peut parler de régime de croissance tiré par les exportations. Dourille-Feer parle même de « bulle des exportations ». Elle dit qu' « entre 2002 et 2007, le poids des exportations dans le PIB était passé de 11,4 % à 17,6 % » (Dourille-Feer, 2005, p. 62).

Isogai rappelle l'importance du niveau d'investissement entre 2002 et 2007. Il explique que « Les investissements des entreprises ont représenté près de 40 % de l'augmentation de la production cinq ans après 2002, grâce à un taux de croissance annuel de plus de 5 % » et que l'augmentation des exportations « a dynamisé la rentabilité des entreprises et a créé de la demande pour davantage de capacités de production » (Isogai, 2015, p. 67). Donc les investissements et les exportations se sont renforcés mutuellement dans cette période (Uemura, 2015, p. 152). Enfin, la baisse significative du yen entre 2005 et 2007 a aidé les exportations (Isogai, 2015, p. 67).

Il y a eu une entrée massive des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises japonaises, ce qui a entraîné une augmentation des pressions concernant le changement d'organisation des entreprises, par exemple. Ce qui est un argument de plus pour la croissance de l'hétérogénéité des entreprises au Japon. Ronald Dore dit que « 60 % des transactions sur la Bourse de Tokyo sont réalisées par les investisseurs étrangers » (Dore, 2011, p. 353). En même temps, le Japon délocalise énormément vers l'Asie et notamment vers la Chine qui devient son premier partenaire commercial dans les années 2000 (Uemura, 2015, p. 152). S'opère donc une réorganisation de la production japonaise à l'échelle asiatique qui modifie son régime de croissance. En effet, « la part de la production manufacturière effectuée à l'étranger s'établissant à 15,5 % en 2003 contre 6 % en 1991 » (Dourille-Feer, 2005, p. 57). L'annexe 2 est un tableau récapitulatif d'Uemura qui compare le régime de croissance des années 1980 et celui des années 2000.

6.2 Politiques de Koizumi (2001-2006)

Koizumi Junichiro arrive au pouvoir dans un contexte où la dette publique s'élève à presque 120 % du PIB (Bertoldi, 2002, p. 320) suite aux injections massives de capitaux pour tenter d'enrayer la crise. Bertoldi explique que la relance de 1999 n'a pas eu les effets attendus, car ce n'est pas une bonne solution à la crise selon lui (Bertoldi, 2002, p. 322). En effet, cet argent donne aux banques plus de temps, ce qui va ralentir leur restructuration nécessaire. Ainsi, Bertoldi dit qu'« il n'est donc pas surprenant qu'on se

retrouve en 2002 avec un niveau de créances douteuses bien plus élevé que celui d'avril 1998 » (Bertoldi, 2002, p. 322). On peut expliquer en partie ce niveau de créances douteuses par le fait que le gouvernement n'a pas mis assez de pression sur le système bancaire (Bertoldi, 2002, p. 322). De ce fait, Koizumi arrive au pouvoir avec un programme de réforme structurelle et de consolidation fiscale (Bertoldi, 2002, p. 319). Bernier explique que Koizumi a cherché à intégrer l'économie japonaise dans l'économie mondiale et à renforcer son alliance avec les Américains (Bernier & Mirza, 2007, p. 75).

Koizumi annonce un gros programme dans son discours d'investiture le 7 mai 2001. Bertoldi résume ainsi les annonces du Premier ministre : il faut d'abord résoudre le problème des créances douteuses en deux à trois ans ; il faut augmenter le niveau de concurrence en renforçant la *Fair Trade Commission* ; enfin, il faut une politique de consolidation fiscale respectant la règle d'or, donc 0 % de déficit primaire (Bertoldi, 2002, p. 324).

Par la suite, Tiberghien écrit que « les réformes néolibérales ont connu une nouvelle accélération et la privatisation est revenue au premier plan de la vie politique sous le Premier ministre Koizumi, principalement avec la privatisation de la Poste en 2005 » (Tiberghien, 2011, p. 131). Il a été très difficile de faire passer cette privatisation, car de nombreuses « forces de résistance » internes aux PLD ne voulaient surtout pas privatiser la Poste (Tiberghien, 2011, p. 132). Des observateurs pensaient que ce ne serait pas possible de le faire. Cette privatisation avait pour objectif de contrôler les flux financiers. En effet, la Poste possédant 40 % de l'épargne nationale, Tiberghien avance que « le contrôle de l'épargne postale joue un rôle important dans le contrôle des mouvements financiers au Japon » (Tiberghien, 2011, p. 134).

On voit bien qu'il y a une tentative sous Koizumi de répondre aux critiques les plus orthodoxes, c'est-à-dire que la crise est un problème de transparence et que les marchés ne sont pas parfaits, car la concurrence n'est pas parfaite. La logique du zéro déficit va aussi dans le sens de moins d'État, tout comme la privatisation de la Poste.

Nous avons simplement cherché ici à dire que la crise, qui s'est étalée de 1989 à 2002 environ, a été un moteur de transformation structurelle. Cette période rompt avec

la période de politiques néolibérales sous Nakasone, car ce dernier n'était pas confronté à une crise qui l'obligeait à chercher des réformes structurelles. Nakasone avait bien les pressions américaines, mais pas de crise. Tandis que sous Koizumi, il y a la crise en plus des pressions américaines.

Conclusion

Encore une fois, on a pu observer que la libéralisation allait de pair avec une hausse de l'instabilité financière. L'analyse d'une crise d'un point de vue institutionnaliste cherche vraiment à comprendre les grandes structures qui limitent la capacité d'action des acteurs au niveau microéconomique. L'approche régulationniste nous aide à identifier les sources du pouvoir dans les institutions et on a vu que la forme institutionnelle « monnaie » et l'État sont deux institutions d'une importance majeure pour comprendre le capitalisme japonais. Toutefois, nous ne négligeons en rien le rôle central du rapport salarial dans tout système capitaliste et la modification de ce rapport de subordination au Japon a eu des impacts immédiats sur le corps social qui est tenu de produire toujours plus, mais dans des conditions de moins en moins bonnes, spécialement en période de crise financière. Il conviendrait d'analyser les effets de la crise des *subprime* sur le Japon, car cette dernière est aussi une crise structurelle (Uemura, 2015, p. 160), mais celle-ci est couplée avec les événements de Fukushima. Cela nous met dans une situation de double crise qu'il serait pertinent d'analyser pour comprendre les limites du nouveau régime d'accumulation tiré par les exportations qui émerge dans l'entre-deux-crisis (2002-2007).

CONCLUSION

Cette comparaison des capitalismes chinois et japonais et leurs crises, nous a révélé de nombreuses différences et ressemblances entre les deux pays. Nous tentons ici de récapituler les conclusions auxquelles nous sommes parvenus.

La Chine et le Japon ont en commun d'être passés par des processus de libéralisation que nous avons appelés *trajectoire de libéralisation* en introduction. Nous avons essayé de souligner à quel point leurs trajectoires historiques ont été différentes. Pour reprendre les grandes lignes, le Japon à la sortie de la Seconde Guerre mondiale a été occupé par les États-Unis (1945-1952) qui ont impulsé des changements structurels, notamment le rapport salarial en permettant aux syndicats de se développer, mais aussi le changement de Constitution qui a donné le pouvoir souverain au peuple en lieu et place de l'empereur. Depuis cette occupation, les Américains resteront toujours proches du Japon. Cette proximité se fait ressentir du côté militaire, mais aussi du point de vue de la libéralisation du Japon. Ainsi, même en prenant une grille d'analyse plutôt endogène, on ne peut nier l'importance des pressions américaines à la libéralisation des mouvements de capitaux japonais. De leur côté, les Chinois à la sortie de la guerre civile de 1945-1949 ont mis en place un capitalisme d'État qui a permis de réaliser l'accumulation primitive de manière accélérée et centralisée. La période maoïste qui a connu ses crises a donné à la Chine de nombreuses institutions qui étaient nécessaires pour que la période de libéralisation qui a suivi soit possible. Nous pensons surtout à la centralisation de l'État et à l'émission d'une monnaie centrale valorisée par tous les Chinois. Ces institutions ont permis d'entreprendre une ouverture graduelle sur les marchés mondiaux à partir de 1978. Pendant ce temps-là, le Japon qui avait déjà commencé à se financer avec des obligations a vu le Premier ministre Ohira arriver au pouvoir avec un programme de libéralisation. Pour les deux pays, on observe qu'ils ont commencé à se libéraliser économiquement en ouvrant petit à petit leurs frontières aux produits étrangers, mais surtout en exportant leurs productions.

Puis la décennie 1980 est le moment phare de la libéralisation économique et financière du Japon, avec la libéralisation des taux de change, la libéralisation des marchés secondaires d'obligation, le décloisonnement lent des structures bancaires pour n'en citer que quelques-uns. Pendant ce temps-là, du côté de la Chine, on travaille à la mise en place d'une puissance financière étatique conséquente. Ainsi, la création de la banque centrale comme entité distincte du ministère des Finances en plus de la consolidation des *Big Four* contribueront à la puissance de l'État chinois. Vient ensuite la période charnière des années 1990. Pour le Japon, c'est l'enfoncement dans une série de fusion de banques aux créances douteuses alarmantes. La décennie perdue au Japon est une phase de transformation structurelle du secteur bancaire et financier qui va libéraliser d'autant plus le pays. Dans la même décennie, la Chine s'est radicalement transformée. Qu'on pense à la réforme fiscale de 1994, à la création des banques de développement ou encore à la volonté d'accélérer la privatisation des entreprises publiques en 1997, ces mesures ont en commun d'aller vers plus de libéralisation économique, mais pas tant financière. La libéralisation économique sera accélérée par l'entrée en 2001 de la Chine à l'OMC. La Chine à son tour deviendra ensuite le banquier du monde dans la décennie 2000. Le Japon continuera à se libéraliser sous les politiques de Koizumi et sortira brièvement de la décennie perdue en 2002. Il replongera malgré lui en 2008 avec la crise des *subprime* qui enclenche une nouvelle crise structurelle qu'il serait bien d'analyser en détail. La crise de 2008 a eu un impact majeur sur la Chine, mais de manière plus indirecte en ralentissant les exportations à cause de la baisse de demande des pays de l'OCDE. En 2009, le PIB nominal de la Chine dépasse celui du Japon, ce qui fait d'eux les deuxième et troisième puissances économiques mondiales respectivement. La Chine a continué à se libéraliser notamment avec les opérations sur marge en 2010 ou avec des pratiques de laisser-faire même dans des situations réglementées comme on a pu le voir avec le krach de 2015. Le Japon, quant à lui, a du mal à trouver des politiques de relance efficace comme on peut le voir avec les « Abenomics ».

Les deux pays ont certainement en commun d'avoir des États forts et dirigistes qu'on qualifie parfois « d'État développeur ». Les deux pays, à leur manière, ont su mettre

en place des institutions pour diriger et réglementer l'économie. Pour le Japon, on pense à la BOJ, au ministère des Finances ou encore au MITI puis au METI. Pour la Chine, on se sert beaucoup de la PBOC ou des *Big Four*, mais aussi d'énormément de régulateurs très spécifiques comme la CSRC, la CIRC, le ministère des Finances ou encore la CBRC. Toutes ces institutions ont des rôles de régulateur, ce qui permet à la Chine de s'ouvrir graduellement. Au Japon, la BOJ est indépendante, mais dans les faits, elle répond énormément aux exigences du Premier ministre. Finalement, les relations entre l'État japonais et la BOJ et l'État chinois et la PBOC se ressemblent beaucoup. De plus, dans les deux pays, on observe une collusion importante entre les gouvernants et les milieux d'affaires. D'où certaines dérives comme l'*amakudari*, mais globalement, ces connivences ont permis aux deux pays de se développer en répondant aux exigences des grands capitalistes industriels. Un autre point qui nous a interpellés dans ce travail est le faible niveau d'influence des bourses pour les deux pays. Même si on observe une tendance générale vers plus de financement par les marchés financiers, la tradition du financement par les banques reste prédominante aujourd'hui.

En présentant brièvement la trajectoire de libéralisation des États-Unis dans le premier chapitre, nous avons voulu montrer que l'on pouvait utiliser la même méthode d'analyse pour la Chine et le Japon. Pour ces trois pays, il s'agit de dire que les transformations successives des régimes d'accumulation ont finalement donné des marges de manœuvre trop importantes pour les banques et le secteur financier dans son ensemble. On a pu de cette manière vérifier que les déréglementations dans le secteur financier étaient porteuses d'instabilité financière. L'intensité des crises dépendait toutes du degré de déréglementation du secteur financier. Les États-Unis ont subi la crise la plus intense en 2008, car elle avait les marchés financiers les moins réglementés, avec des niveaux d'effet levier énormes et un développement du *shadow banking* extraordinaire. Quand arrive la fin de l'année 1989, le Japon avait déjà bien déréglementé ses marchés financiers et il en a payé le prix fort. Enfin, la Chine, qui des trois pays est le moins sévèrement touché par le krach des Bourses de Shanghai et Shenzhen, est aussi le pays dont le secteur financier est le plus réglementé.

Aujourd'hui, on peut se demander jusqu'où ira la Chine dans le développement des innovations financières et dans la déréglementation bancaire et financière. Il en va de même pour le Japon qui s'enlise dans des politiques de relance de court terme qui ne lui permettent pas de sortir durablement de sa double crise (*subprime* et Fukushima). Dans le contexte mondial présent où les régulateurs bancaires du monde entier se sont réunis à plusieurs reprises pour discuter des nouvelles réglementations globales, on peut se demander si les gouvernements chinois et japonais ont intériorisé les dangers d'une ouverture trop importante qui les exposerait à d'autres crises dans le futur. L'avenir nous dira si les nouveaux régimes d'accumulation et modes de régulation permettront d'avoir des économies plus stables ou non.

BIBLIOGRAPHIE

- Aglietta, M. (1992). Les dérapages de la finance japonaise. *Economie prospective internationale*, 9-29.
- Aglietta, M. (1997). La réforme du système financier japonais. *Revue d'économie financière*, 43, 117-132.
- Aglietta, M. (2010). *La crise Les voies de sortie*. Paris: Michalon.
- Aglietta, M., Bai, G., & Jaquet, C. (2012). *La voie chinoise. Capitalisme et empire*. Paris: O. Jacob.
- Aglietta, M., & Landry, Y. (2007). *La Chine vers la superpuissance*. Paris: Economica.
- Aglietta, M., & Orléan, A. (1982). *La violence de la monnaie*. Paris: Presses universitaires de France.
- Aglietta, M., & Orléan, A. (2002). *La monnaie entre violence et confiance*: Paris : O. Jacob.
- Ai, L. (2008). Financial Crisis: the Impact on China's Financial System *Conference Board of Canada*.
- Albert, E., & Xu, B. (2016). China's environmental crisis. *Council on Foreign Relations*.
- Amable, B. (2005). *Les cinq capitalismes. Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*. Paris: Éditions du Seuil.
- André, C. (2002). État providence et compromis institutionnalisés, Des origines à la crise contemporaine. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 144-152): La Découverte.
- Aoki, M., Jackson, G., & Miyajima, H. (2007). *Corporate governance in Japan : institutional change and organizational diversity*. Oxford; New York: Oxford University Press.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2004). Bank Failures in Mature Economies. *Working Paper No. 13*.
- Bergère, M.-C. (2007). *Capitalismes et capitalistes en Chine : XIXe-XXIe siècle*. [Paris]: Perrin.
- Bergère, M.-C. (2007). Capitalismes et capitalistes en Chine XIXe - XXIe siècles.
- Bergère, M.-C. (2013). *Chine : le nouveau capitalisme d'État*. [Paris]: Fayard.
- Bernier, B. (1995). *Le Japon contemporain. Une économie nationale, une économie morale*: Les Presses de l'Université de Montréal.
- Bernier, B. (2002). La crise économique japonaise et la mondialisation. *LABOUR CAPITAL AND SOCIETY*, 35, 74-103.
- Bernier, B. (2009). *Le Japon au travail*: Les Presses de l'Université de Montréal.
- Bernier, B., & Mirza, V. (2007). *Le Japon en transition*. Montréal: Varia.
- Bertoldi, M. (2002). Chronique d'une décennie de politique économique : L'exemplarité du Japon. *L'Année de la régulation n° 6 (2002-2003)*, p. 291 à 332.
- Billaudot, B. (2002). Formes institutionnelles et macroéconomie *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 209-214). Paris: La Découverte.
- Boisseau Du Rocher, S. (2009). *Asie : crise économique, incertitudes politiques*. Paris: La documentation française : Asia Centre.

- Bourdieu, P. (2012). *Sur l'État : cours au Collège de France, 1989-1992*. Paris: Éditions Raisons d'agir/ Éditions du Seuil.
- Bourguinat, H. (2004). La finance globale. *Finance Internationale* (4e ed., pp. 63-120). Paris: Presses universitaires de France.
- Boyer, R. (2000). *Théorie de la régulation. 1 : Les fondamentaux*. Paris: la Découverte.
- Boyer, R. (2002a). Aux origines de la théorie de la régulation. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 21-30). Paris: La Découverte.
- Boyer, R. (2002b). Avant-propos à la seconde édition. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 5-17). Paris: La Découverte.
- Boyer, R. (2002c). Du fordisme canonique à une variété de modes de développement. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 369-377). Paris: La Découverte.
- Boyer, R. (2002d). La théorie de la régulation à l'épreuve des années quatre-vingt-dix. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 531-556). Paris.
- Boyer, R. (2002e). Variété du Capitalisme et théorie de la régulation. *L'Année de la régulation n° 6 (2002-2003)*, 125-194.
- Boyer, R. (2002f). Vingt ans de recherches sur le rapport salarial : un bilan succinct. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 106-114). Paris: La Découverte.
- Boyer, R. (2009). Feu le régime d'accumulation tiré par la finance. *Revue de la régulation*.
- Boyer, R. (2011). Préface / De la "japonophilie" à l'indifférence ? Trois décennies de recherches sur le Japon contemporain. *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 13-53). Paris: SciencesPo. Les Presses.
- Boyer, R. (2015). Le régime de croissance chinois et l'économie mondiale. *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations* (pp. 235-261): Presses universitaires de Rennes.
- Boyer, R., Dehove, M., & Plihon, D. (2003). *Les crises financières*. Paris: La Documentation française.
- Boyer, R., & Saillard, Y. (2002a). *Théorie de la régulation : l'état des savoirs* (Nouvelle édition complétée ed.). Paris: La Découverte.
- Boyer, R., & Saillard, Y. (2002b). Un précis de la régulation. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 58-68). Paris: La Découverte.
- Brender, A., Pisani, F., & Gagna, É. (2012). *La crise des dettes souveraines*. Paris: la Découverte.
- Brink, T. t. (2014). L'ascension du capitalisme chinois : l'interdépendance n'empêche pas les tensions. « *Critique internationale* », N° 63(Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.)), 113-130.
- Brown, J. R. (1999). *The ministry of finance : bureaucratic practices and the transformation of the Japanese economy*. Westport, Conn.: Quorum Books.
- Cabestan, J.-P. (2014). *Le système politique chinois un nouvel équilibre autoritaire*. Paris: Presses de Sciences po.
- Cargill, T. F., Hutchison, M. M., & Ito, T. (1997). The political economy of Japanese monetary policy.
- Chavagneux, C. (2011). *Une brève histoire des crises financières : des tulipes aux subprimes*. Paris: Découverte.

- Chavance, B. (2006). *L'Économie institutionnelle*. Paris: La Découverte.
- Chesnais, F. o., & Brunhoff, S. d. (2004). *La finance mondialisée : racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris: La Découverte.
- Chevrier, Y. (1989). L'économie urbaine. In M.-C. Bergère (Ed.), *La Chine au XXe siècle* (pp. 181-238). Paris: Fayard.
- Coudert, V. (1985). Les mutations du système financier japonais : déréglementation et internationalisation. *ECONOMIE PROSPECTIVE INTERNATIONALE. PARIS, 24(24)*, 63-89.
- Delorme, R. (2002). L'état relationnel intégré complexe (ERIC). *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 180-188). Paris: La Découverte.
- Diop, S. (2009). La crise du crédit à risque américain : une interprétation par l'Hypothèse d'Instabilité Financière de Minsky. *Revue de la régulation*.
- Dore, R. (2011). Postface/ La conversion du Japon au capitalisme de marché. In S. Lechevalier (Ed.), *La grande transformation du capitalisme japonais*. Paris: Presses de Sciences Po.
- Dourille-Feer, E. (2005). *L'Économie du Japon*. Paris: La Découverte.
- Drancourt, M. (1989). *L'économie volontaire : l'exemple du Japon*. Paris: O. Jacob.
- Farhi, M., & Cintra, M. (2009). The Financial Crisis and the Global Shadow Banking System. *Revue de la régulation, 5 | 1er semestre / Spring 2009*.
- Gernet, J. (1999). *Le monde chinois*. Paris: A. Colin.
- Gipouloux, F. (2005). *La Chine du 21e siècle : une nouvelle superpuissance?* Paris: A. Colin.
- Godement, F. (2012). *Que veut la Chine : de Mao au capitalisme*. Paris: O. Jacob.
- Guichard, S. (1999). *La défaite financière du Japon*. Paris: Économica.
- Gup, B. E. (1998). *Bank failures in the major trading countries of the world : causes and remedies*. Westport, CT: Quorum.
- Guttman, R. (2002). Monnaie et crédit dans la théorie de la régulation *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 85-93). Paris: La Découverte.
- Hall, P., & Soskice, D. (2002). Les variétés du capitalisme. *L'Année de la régulation n° 6 (2002-2003)*, 47-124.
- Heilmann, S. (2009). Maximum Tinkering under Uncertainty, Unorthodox Lessons from China. *Modern China, Volume 35 number 4*, 450-462.
- Hollard, M. (2002). Les formes de la concurrence. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 162-170). Paris: La Découverte.
- Huang, Y. (2012). How Did China Take Off ? *Journal of Economic Perspectives, Volume 26, Number 4*, 147-170.
- Inoué, Y., & Yamada, T. (2002). Japon, démythifier la régulation *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 408-416). Paris: La Découverte.
- Isogai, A. (2015). La transformation du système d'entreprise japonais et les relations institutionnelles hiérarchisées. *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations* (pp. 45-74). Rennes: Presses universitaire de Rennes.
- Ito, T. (2000). The stagnant Japanese economy in the 1990s: the need for financial supervision to restore sustained growth. In T. Hoshi & H. Patrick (Eds.), *Crisis and change in the Japanese financial system* (pp. 85-108): Springer US.

- Juillard, M. (2002). Régimes d'accumulation. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 225-235). Paris: La Découverte.
- Lechevalier, S. (2007). The Diversity of Capitalism and Heterogeneity of Firms: A Case Study of Japan during the Lost Decade. *Evolutionary and Institutional Economics Review*, 4 (1).
- Lechevalier, S. (2011a). Chapitre 2 / Est-ce la fin du modèle J de la firme ? *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 141-171). Paris: SciencePo. Les Presses.
- Lechevalier, S. (2011b). Chapitre 3 / Le capitalisme japonais est-il toujours coordonné ? *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 173-197). Paris: SciencePo. Paris.
- Lechevalier, S. (2011c). Chapitre 7 / Le capitalisme japonais doit-il s'adapter à la mondialisation ? *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 299-332). Paris: SciencePo. Les Presses.
- Lechevalier, S. (2011d). Introduction / Sept leçons japonaises sur la diversité des capitalismes et leur avenir. *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 55-98). Paris: SciencesPo. Les Presses.
- Lechevalier, S. (2015). L'hétérogénéité croissante des entreprises au sein du capitalisme japonais. Faits, causes, conséquences, et implications. *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations* (pp. 75-96). Rennes: Presses universitaires de Rennes.
- Leroy, C. (2002). Les salaires en longue période. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 115-125). Paris: La Découverte.
- Liu, X., & Béja, J.-P. (2011). *La philosophie du porc et autres essais*. [Paris]: Gallimard.
- Lordon, F. (1993). *Irrégularités des trajectoires de croissance, évolutions et dynamique non-linéaire. Vers une schématisation de l'endométabolisme*. (thèse), EHESS, Paris.
- Lordon, F. (1995). Formaliser la dynamique économique historique, présenté lors des rencontres régulationnistes organisées par la FUNDAP, Sao Paulo, 4-6 avril.
- Lordon, F. (2002). Théorie de la régulation et politique économique. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 198-206). Paris: La Découverte.
- Lordon, F. (2008). *Jusqu'à quand : pour en finir avec les crises financières*. Paris: Raisons d'agir.
- Lordon, F. (2009). *La crise de trop : reconstruction d'un monde failli*. [Paris]: Fayard.
- Lordon, F. (2010a). *Capitalisme, désir et servitude*. Paris: La Fabrique éditions.
- Lordon, F. (2010b). Politique de la valeur financière. Les stress tests bancaires entre indétermination et coups de force. *Politix*, 1/2010 (n° 89), p. 173-191. doi:10.3917/pox.089.0173
- Milhaupt, C. J. (1999). Japan's experience with deposit insurance and failing banks : implications for financial regulatory design? *Washington University Law Review*, 77(2), 399-431.
- Naka, H., & Nakamura, A. (1993). Introduction to the Financial System and Securities & Exchange System Reform Act of Japan. *Pacific Rim Law & Policy Journal*.
- Nakaso, H. (2001). *The financial crisis in Japan during the 1990s : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*. Basel: Bank for International Settlements.
- Oi, J. C. (1999). Rural China takes off : institutional foundations of economic reform.

- Orléan, A. (2011). *L'empire de la valeur, refonder l'économie*. Paris: Éditions du Seuil.
- Orléan, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris: Éditions Odile Jacob.
- Packer, F. (1994). The disposal of bad loans in Japan a review of recent policy initiatives.
- Pelletier, P., & Anquetil, N. (2006). *Géopolitique de l'Asie*. Paris: Nathan.
- Perry, E. J., & Wong, C. (1985). *The Political economy of reform in post-Mao China*. Cambridge, Mass.: Council on East Asian Studies/Harvard University : Distributed by Harvard University Press.
- Petit, P. (2002). De la croissance cumulative à la théorie de la régulation. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 245-253). Paris: La Découverte.
- Petit, P. (2005). *Croissance et richesse des nations*. Paris: La Découverte.
- Piketty, T. (2013). *Le capital au XXI^e siècle*. Paris: Seuil.
- Ruffini, P.-B. (1996). *Les théories monétaires*. Paris: Éditions du Seuil.
- Sato, M. (1989). Le marché financier japonais. *Revue d'économie financière*, n°10, 12-24.
- Schaede, U. (1996). *The 1995 financial crisis in Japan*. Berkeley, CA: Berkeley Roundtable on the International Economy, University of California, Berkeley.
- Schmidt, D. (2009). The financial crisis and its impact on China. *China Analysis*.
- Smith, A. (2000). *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*: Broché.
- Tan, M. N. T. (2013). *Corporate governance and banking in China*. New York: Routledge.
- Tiberghien, Y. (2011). Chapitre 1 / Trente ans de réformes néolibérales au Japon. *La grande transformation du capitalisme japonais* (pp. 99-140): SciencePo. Les Presses.
- Uemura, H. (2015). Changements institutionnels et transformations du régime de croissance de l'économie japonaise. Faire face à la crise économique mondiale et à l'intégration asiatique. *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations* (pp. 139-165). Rennes: Presses universitaires de Rennes.
- Ujiié, J. (2002). *Japanese financial markets*. Cambridge, Eng.: Woodhead Pub.
- Vidal, J.-F. (2002). Les régimes internationaux. *Théorie de la régulation, l'état des savoirs* (pp. 171-179). Paris: La Découverte.
- Whalley, J., Agarwal, M., Cai, Y., Dong, Y., Tian, H., & Wang, L. (2009). China and the financial crisis. *The Center for International Governance Innovation*.
- Yagyu, M. (1994). Securities Activities of Japanese Banks under the 1993 Japanese Financial System Reform. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 15(2), 303-407.
- Yamada, T., & Hirano, Y. (2015). En quoi le mode de régulation japonais a-t-il changé ? Statut du compagnie-isme. *Capitalismes asiatiques : diversité et transformations* (pp. 25-44). Rennes: Presses universitaire de Rennes.

ANNEXE 1 : LES PRINCIPALES MESURES DE LIBÉRALISATION DE 1984 ET 1985

Les principales mesures de libéralisation en 1984 et 1985 *

1984

AVRIL :

- ouverture aux sociétés du marché des certificats de dépôts et du papier commercial étrangers.
- première autorisation pour des sociétés japonaises (au nombre de 30) d'émettre des euro-obligations en yens.
- abandon de la règle de demande réelle sur les opérations de change à terme (ces opérations peuvent maintenant avoir lieu sans contrepartie commerciale).
- nouvel assouplissement des conditions d'émission d'obligations samurai (la cote minimum est abaissée de AAA à AA).

MAI :

- publication des accords Oba-Sprinkel.

JUIN :

- suppression des plafonds limitant les swaps.
- suppression de l'interdiction des prêts en euro-yens à moins d'un an pour les résidents japonais.

OCTOBRE :

- première autorisation pour les banques étrangères (limitées à 3 à cette date), d'intervenir sur le marché secondaire des obligations d'Etat.

DECEMBRE :

- autorisation des certificats de dépôts en euro-yens.
- élargissement des conditions d'émissions d'euro-obligations en yens pour les non-résidents (ouverture aux sociétés privées).

1985

MARS :

- introduction des certificats du marché monétaire.

AVRIL :

- nouvel assouplissement des conditions d'émission d'euro-obligations en yens pour les non-résidents.
- libéralisation des prêts en euro-yens à plus d'un an aux non-résidents.
- suppression de la retenue à la source sur les euro-obligations en yens émises par des résidents japonais et détenues par des non-résidents.

JUIN :

- ouverture du marché des acceptations bancaires.

OCTOBRE :

- levée de la réglementation des taux d'intérêt des dépôts à terme de plus de 1 milliard de yens (seuil qui sera progressivement abaissé).
- libéralisation des conditions d'émission des euro-obligations en yens pour les résidents.
- ouverture d'un marché à terme des taux d'intérêt.

FIN 1985 :

- arrivée des maisons de titres étrangères à la Bourse de Tokyo.

En discussion à la fin 1985

- autorisation des prêts en euro-yens à plus d'un an pour les résidents japonais.
- création d'un centre « offshore » à Tokyo, avec suppression de la retenue à la source sur les dépôts.
- création d'un marché des bons du Trésor.

* Pour un récapitulatif des mesures antérieures, voir OCDE [21].

ANNEXE 2 : COMPARAISON DES RÉGIMES DE CROISSANCE AU JAPON (1980 ET 2000)

	Dans les années 1980 : régime de croissance basé sur les exportations avec compatibilité structurelle	⇒ Dans les années 2000 : régime de croissance basé sur les exportations avec des structures hétérogènes et intégration économique régionale
Taux de croissance	Environ 4 %	⇒ Environ 2 %
Exportations vers	USA > Asie > UE	⇒ Asie > USA > UE, augmentation du commerce de biens intermédiaires
Rentabilité	Relativement haute avec des écarts de rentabilité	⇒ Haute dans les grandes entreprises du secteur automobile, mais très basse dans les PME en général
Distribution (transfert du surplus)	Distribution des excédents commerciaux par la coordination des salaires et la redistribution par le système fiscal	⇒ Écarts de salaire entre secteurs et moindre redistribution par le système fiscal
Structures industrielles	Industrie manufacturière forte avec une forte croissance de la productivité	⇒ Nécessité de promouvoir l'innovation dans le secteur de la haute technologie avec le développement du secteur des services, à l'origine d'une désindustrialisation
Relations de production internationales	Augmentation des IDE vers les pays d'Asie et les USA	⇒ Relations de production internationales plus fortes avec les pays d'Asie et délocalisation de la production
Mode de régulation et compatibilité structurelle	Mode de régulation soutenant le régime de croissance stable. Compatibilité structurelle entre l'organisation des entreprises, les réseaux de sous-traitance et le marché du travail soutenant la croissance basée sur les exportations	⇒ Le mode de régulation n'a pas été établi. La compatibilité structurelle faiblissante et les structures socio-économiques centrales se contractant sont confrontées à la division internationale du travail en Asie orientale

Changements des régimes de croissance

Source : (Uemura, 2015, p. 159)