

LES RESSORTS DE LA CRISE FINANCIÈRE MAJEURE DE 1997-98 AU JAPON : DE LA RESPONSABILITÉ DU POLITIQUE À L'ACTION DU SUPERVISEUR

CYRILLE LACU*

Le big bang du Gouvernement Hashimoto est lancé en décembre 1996-97, opportunément au moment de la conclusion définitive des accords OMC Services financiers et alors qu'au printemps 1996, sous l'effet des programmes de relance, les perspectives de croissance annoncées par l'EPA¹ se redressent. Ce plan est présenté comme la conclusion des progrès réalisés en matière de libéralisation depuis les années 1980. Il est aussi compris comme une réponse-clé à la crise financière et économique du Japon. Il doit répondre au scepticisme croissant de la population, qui entretient une faible dynamique de la consommation, ainsi qu'à celui des investisseurs étrangers, lassés d'une déréglementation qui n'en finit pas de progresser. Il est enfin motivé par la croyance selon laquelle la libéralisation financière permettra au secteur bancaire de dégager des revenus supérieurs pour assainir ses bilans.

77

Sur la forme, le big bang est d'abord pensé comme un coup de poker politique. Avec des engagements internationaux d'ouverture économique importants venant à échéance début janvier, avec un ministère des Finances et un MITI largement décrédibilisés, la coalition au pouvoir est sérieusement menacée d'un renversement. De fait, s'il est étudié depuis fort longtemps, le big bang est opportunément lancé comme une initiative gouvernementale, mais qui intègre sous forme compilée l'essentiel des engagements d'ouverture déjà promis à la communauté internationale.

A la suite d'un premier plan discuté fin 1995, un nouveau projet est élaboré en mars 1996 conjointement par le PLD et les autres partis de la coalition au pouvoir. Cette deuxième version du big bang suggère une réforme de fond de la sphère financière, touchant autant à l'organisation

* Collaborateur au CEPII & MINI - FORUM Université Paris X Nanterre.

des structures qu'à la modernisation des marchés. Après la première déclaration d'intention de R. Hashimoto, en décembre 1996, le programme s'étoffe encore des dernières moutures des accords multilatéraux sur les services financiers, qui viennent d'être conclus, du bouclage des engagements bilatéraux nippo-américains sur les services, puis très rapidement, intègre les premières critiques publiques sur les aspects prudents et fiscaux.

L'incrédulité qu'il a suscité au départ est progressivement amendée. A la différence des autres plans élaborés en dix-sept ans de déréglementation, celui-ci est daté, précis et mis en œuvre dès les premiers mois de 1997. S'il apparaît comme un enchevêtrement peu ordonné de micro-libéralisations, il est en réalité élaboré selon un ordonnancement logique. La priorité est d'abord portée à la réforme de la bourse, dont on espère qu'en améliorant ses microstructures, les investisseurs étrangers seront enclins à plus y participer. L'élévation du taux de rotation des titres générera des revenus de commissions et, en attirant une contrepartie acheteuse, facilitera la restructuration des portefeuilles de valeurs mobilières des institutions financières japonaises. La libéralisation du marché de la gestion pour compte de tiers complète l'enchaînement précédent et l'expérience étrangère aidant, par des *joint-ventures*, permet de relever la rémunération de l'épargne institutionnelle. L'abandon total du contrôle des changes après les premières réformes permet de rendre le processus irréversible. L'abaissement progressif des cloisons, protégeant les différents métiers de la finance, va de pair avec la suppression des rigidités réglementant la commercialisation des produits d'épargne pour les ménages. L'achèvement de ce processus est couronné par l'élaboration d'une nouvelle loi-cadre compilant les nombreuses réformes effectuées, en un ensemble juridique homogène réduit. Le cadre prudentiel et l'organisation de la supervision évoluent en parallèle, mais ne sont pas intégrés dans le big bang. La réforme du secteur des assurances, point noir du processus et révélatrice de blocages institutionnels, est retardée au maximum.

La réussite du plan de déréglementation s'appuyait largement sur l'hypothèse d'une conjoncture économique favorable et d'une bourse stable. Un contexte macroéconomique bien orienté aurait alors libéré des marges de manœuvre pour les institutions financières qui, en profitant à plein des nouvelles opportunités offertes - développement et diversification des revenus et fusions - auraient enclenché un cercle vertueux entretenant croissance / revenus financiers / assainissements. Nourri de la surestimation des capacités de redressement du système bancaire japonais, et pêchant par optimisme quant à l'efficacité de la manne budgétaire, les autorités engagent finalement un vaste mouvement de libéralisation dans les pires conditions qu'il soit.

Depuis mars 1997, rien n'aura été épargné au système financier japonais. En particulier, la crise asiatique affecte lourdement la qualité des bilans et les revenus d'exploitation des établissements bancaires. Pourtant, jusqu'à l'été 1998, les aléas du système financier international apparaissent presque comme un moindre mal par rapport aux déséquilibres domestiques que les banques japonaises ont à digérer. Le retournement budgétaire du début 1997 casse la fragile dynamique de la demande intérieure qui avait été amorcée et provoque l'effondrement boursier. Dans la foulée, une série de faillites financières retentissantes provoque une véritable crise de confiance. Au premier semestre 1998, le Japon sombre dans la déflation après une montée spectaculaire du stress sur la liquidité interbancaire (1^{ère} partie). Jusqu'alors plus considéré comme une hypothèse d'école pour un pays industrialisé, le fantôme de la Grande crise des années 1930 semble poindre son nez au Japon. A force d'apurement, le système bancaire japonais est considéré à cette époque comme virtuellement insolvable, totalement illiquide et incapable d'assurer la distribution du crédit nécessaire au fonctionnement de l'économie. Les créances douteuses non provisionnées représentent alors encore 5,3 % du PIB, soit 6 ans de revenus bancaires (2^{ème} partie). Dans le processus qui a conduit à cette situation extrême, l'inertie du politique est le centre de toutes les tensions. En face, l'attitude de la supervision et l'évolution des règles prudentielles sur cette période doivent surtout être comprises comme des actions en dernier ressort de l'administration et de la banque centrale pour assurer la continuité du système de paiement (3^{ème} partie). La crise bancaire est depuis relayée par celle des institutions japonaises d'assurance vie. Plusieurs années de gestion hasardeuse et leur délaissement par les autorités ont dégradé la solvabilité de ces géantes aux pieds d'argile. Elles nourrissent aujourd'hui activement les pressions déflationnistes qui traversent l'économie japonaise et entretiennent un risque systémique qui commence à peine à être pris en compte par les autorités (4^{ème} partie). La crise du système financier japonais aurait pu avoir des conséquences très graves sur l'équilibre à court terme du système monétaire et financier international. En particulier, en entretenant la croyance de rendements bas sur le moyen terme au Japon, l'inertie des autorités dans la gestion de la crise financière a généré un aléa de moralité qui a lourdement affecté le comportement des investisseurs institutionnels. Les déséquilibres internationaux, et sur les marchés financiers en résultant, ont depuis mis en évidence le type de répercussion que peut avoir une crise financière nationale mal gérée dans un grand pays riche, sur la fragilité de l'équilibre du système monétaire et financier international (5^{ème} partie).

*LE RETOURNEMENT CONJONCTUREL DE PRINTEMPS 1997
ET LA CRISE DE LIQUIDITÉ : LA DÉTÉRIORATION
À GRANDE VITESSE DU SYSTÈME BANCAIRE*

Une erreur de politique budgétaire

L'annonce du plan de déréglementation a d'abord été accompagnée d'une courte période d'euphorie. Le scepticisme des investisseurs étrangers présents sur place a rapidement modéré cet enthousiasme. Dans le mois suivant, les banques japonaises ont publié une série de déclarations d'intention sur la stratégie qu'elles allaient emprunter pour se préparer à cette échéance. Elles annonçaient un effort de provisionnement sans précédent pour l'exercice à venir, avec pour objectif un assainissement complet des bilans, au plus tard pour l'exercice 2000-2001².

Au 31 mars 1997, les créances douteuses non provisionnées, détenues par les établissements bancaires étaient évaluées à 8 300 milliards de yens, l'équivalent de deux fois les montants provisionnés sur l'année et un peu moins d'un an et demi de résultats d'exploitation (*cf.* graphique n° 4). L'optimisme affiché dans l'élaboration des plans d'assainissement prenait pour argument essentiel le retour à la croissance, qui avait caractérisé la seconde partie de l'exercice 1996-97. Elle avait conduit à des faillites moins importantes que prévues³ et à la quasi absence de nouvelles créances douteuses. Dans les prévisions effectuées, la consolidation de la croissance sur l'année devait s'accompagner d'un léger relèvement de la courbe des taux d'intérêt sur la partie longue. Les banques n'avaient certes pas profité du rebond de l'investissement privé, largement autofinancé, mais elles attendaient tout de même une rapide reprise de la demande de crédit. L'élargissement de l'assiette des intérêts devait permettre de réaliser les plus-values encore en portefeuille dans de bonnes conditions, aussi confortées par un Nikkei aux alentours des 21 000 yens et par la poursuite de la hausse du Dow Jones⁴.

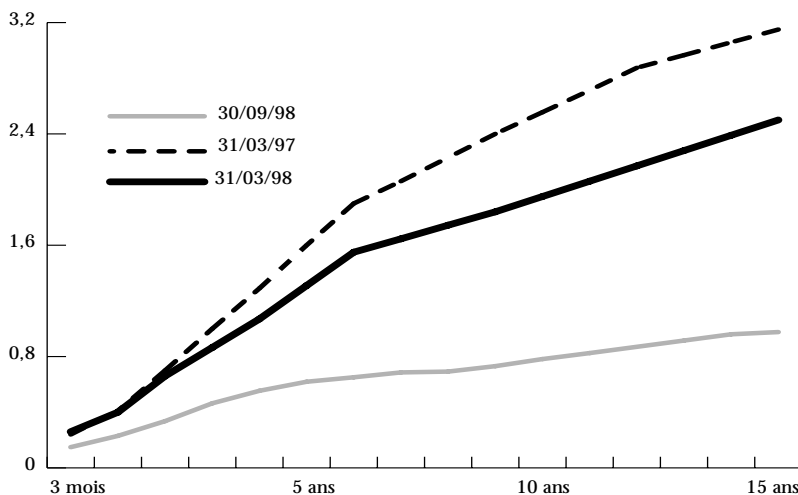
Après l'été 1996, l'embellie de la conjoncture est essentiellement le fait de la demande publique. Elle est relayée par l'investissement des grandes entreprises exportatrices, mais les PME n'y participent pas. En renversant l'objectif de la politique budgétaire, désormais attaché à la réduction de la dette publique, le Gouvernement surestime la solidité de l'embellie. La consommation des ménages s'affaisse à nouveau avec le relèvement de deux points de la TVA. Le commerce de détail, frappé par la déprime de la demande, en même temps déstabilisé par les perspectives de déréglementation des réseaux de distribution, amorce sa douloureuse restructuration. Un peu plus tôt, l'arrêt brutal des plans de dépense d'infrastructures provoque une chute de 25 % de l'indicateur des mises en chantier dès le premier trimestre de 1997. Avec le niveau d'endettement élevé dans le bâtiment, la chute de l'activité, perçue comme

durable, débouche sur une première envolée des faillites⁵. Les perspectives de croissance se dégradent dès la fin février. Au début de l'été, l'indicateur avancé de l'EPA est au plus bas depuis trois ans. Après une croissance de 3,2 % en 1996-97, les prévisions de mai tablent sur un léger ralentissement à 2,9 % pour l'année suivante. Rabaisées à 2,1 % en octobre puis 1,1 % en décembre, elles se soldent finalement par une contraction du PIB de -0,7 %, qui atteint -2,0 % l'année suivante et, malgré la mise en place d'un nouveau paquet budgétaire et d'un vaste programme de sauvetage et de restructuration du système bancaire en 1999, ne revient qu'à +0,6 % en 1999.

L'arrêt des programmes de dépenses publiques d'infrastructure en 1997 transforme l'effet de levier attendu de la croissance en un effet de massue, d'autant plus violent qu'à partir de juillet, la crise asiatique éclate⁶. La chute des économies de la région et leur impact attendu sur les pays industrialisés oblige à réviser à la baisse les performances à l'exportation des entreprises japonaises, seule composante du secteur privé à contribuer positivement à la croissance. Dans le même temps, piégées par leurs promesses de début d'année, les banques sont, depuis avril 1997, contraintes de réaliser des actifs pour financer leurs opérations de provisionnement. La bourse de Tokyo est donc structurellement baissière. Dans ce contexte, leur situation financière se dégrade rapidement. Les plus-values latentes encore en portefeuille s'évaporent avec la baisse des cours boursiers. Leur disparition provoque une contraction brutale du ratio d'adéquation des fonds propres⁷. Le relèvement du cadre prudentiel, prévu pour avril 1998, vient en addition comme un second choc sur la solvabilité bancaire. La redéfinition du ratio Cooke en termes plus stricts, et couvrant une plus large palette de risques, est complétée par une réforme comptable, qui généralise la valorisation des actifs mobiliers au plus bas coût⁸. Avec la baisse des actions, ces modifications exercent une double pression sur les banques. Elles ont un impact direct sur les bilans, puisqu'elles impliquent une réévaluation des stocks d'actifs puis une recomposition des risques, mais aussi un impact indirect, via la dégradation des comptes d'exploitation et le calcul du résultat courant⁹. Comme leur situation ne leur permet pas d'effectuer des augmentations de capital ou d'émettre de la dette subordonnée en quantité suffisante¹⁰, les banques compensent le relèvement drastique des exigences en fonds stables par une réduction de la taille des bilans. Le nouvel environnement prudentiel requiert un relèvement de la part des titres obligataires de première qualité. En même temps, les banques continuent d'étoffer leur portefeuille international pour relever le rendement moyen des actifs. C'est donc par la disponibilité du crédit que l'ajustement des bilans va s'opérer. L'ampleur du rationnement qui en résulte est sans comparaison avec l'épisode de 1992-93. Il enclenche un

enchaînement classique déflationniste qui ne pourra s'arrêter qu'avec la recapitalisation massive du système bancaire.

Graphique n°1
Courbe des rendements des emprunts d'Etat japonais



Source : Bloomberg Databank

82

Les risques de déflation font glisser les taux longs nominaux aux niveaux les plus bas depuis l'après-guerre (graphique n° 1). Les titres publics à 10 ans offrent un rendement qui n'est déjà plus que de 1,73 % à la clôture de l'exercice 1997-98, en mars, contre 2,34 % un an plus tôt. Il continue de s'effondrer pour atteindre un plancher de 0,78 % six mois plus tard, en septembre 1998. L'aplatissement de la courbe des taux compresse la marge d'intérêt des banques et affecte sensiblement leurs revenus d'intérêt. Mais plus que la baisse des taux longs, c'est le renchérissement du coût des ressources qui affecte les banques, avec à partir de novembre, la réapparition du *Japan premium* suite à trois grosses faillites financières.

*Le stress sur la liquidité de novembre 1997 et la fin des tabous :
la crise de confiance*

La faillite de Hokkaido Takushoku, puis celle de Yamaichi Securities en novembre, après la clôture des comptes du premier semestre 1997-98, secouent brutalement le système bancaire. Ce sont deux symboles qui s'écroulent et avec eux, les garde-fous du système financier japonais.

Le dépôt de bilan de la dixième banque commerciale japonaise, Hokkaido Takushoku, est précipité par la chute de la bourse en novembre et la fin de non recevoir de la banque régionale Hokkaido au projet

de fusion avancé par le ministère des Finances. Ce refus est motivé par l'existence d'importants stocks de créances douteuses dissimulées et que les contrôleurs du ministère n'avaient pas identifiés. Le motif est inquiétant pour l'intégrité du reste du système bancaire. Pourtant, la faillite de la banque est bien gérée, le plan de liquidation rapidement mis en place et les marchés réagissent posément. Paradoxalement, la chute de Yamaichi, qui n'est pas un agent de règlement mais un courtier, produit un effet désastreux qui remettra au goût du jour les leçons de la faillite d'Hokkaido Takushoku. La maison de titres connaît ses premiers problèmes de liquidité à la suite de la révélation de 330 milliards de yens de pertes, dissimulées depuis 1991 dans les comptes d'une de ses filiales des îles Caymans. L'annonce de leur existence intervient au moment où un important stock d'euro-CP vient au renouvellement. La maison de titres se trouve dans l'incapacité de se procurer un financement de marché pour honorer ses engagements sur cette échéance. Elle fait appel en dernier recours à sa banque principale, la Fuji bank. La crise de liquidité atteint son paroxysme quand cette dernière refuse elle aussi de la secourir en lui apportant un prêt d'urgence à court terme. La cessation d'activité est alors décidée par le président de Yamaichi quand il devient clair que le ministère des Finances, mis au courant des pertes frauduleuses, ne fera rien pour soutenir la poursuite de l'activité de la maison de titres.

83

C'est la quatrième institution financière de taille à fermer en un mois, après la compagnie d'assurance vie Nissan Life, la maison de titres Saniyo et Hokkaido Takushoku. Le fait que la maison de titres ait pu dissimuler des pertes massives aux autorités de marché japonaises, après les révélations de Hokkaido Takushoku, accentue encore les doutes sur la qualité de l'information relative à la santé réelle du système financier japonais. Elle porte le discrédit sur l'ensemble des institutions du secteur. Ce qui fait la différence avec la faillite précédente, c'est la passivité de la Banque du Japon au moment où Yamaichi annonce son dépôt de bilan. La banque centrale a coutume de donner ses orientations au marché et d'effectuer ses principales opérations le matin. Or, la faillite est déclarée l'après-midi. Dans de telles circonstances, il faut s'attendre à ce que les participants au marché monétaire soient naturellement plus demandeurs de liquidités, sinon pour couvrir d'éventuels retards de paiements¹¹, pour répondre au risque de course au guichet qui était déjà apparu brièvement avec la faillite précédente. L'inaction de la banque centrale pousse le taux au jour le jour des prêts non collatéralisés à 0,8 %, soit 30 points au-dessus du taux directeur de l'escompte, établi à 0,5 %. Cette tension sur les taux à très court terme est le signe probant d'un assèchement du marché monétaire. Elle est interprétée comme un changement d'orientation de la politique de la Banque du Japon, qui aurait décidé de mettre un terme à son soutien inconditionnel au système bancaire. Elle initiera une

action de prêteur en dernier ressort seulement le lendemain, en injectant 3 600 milliards de yens en monnaie centrale, un montant colossal. Il est pourtant trop tard. Le problème est désormais clairement posé, et l'illiquidité du système bancaire patente.

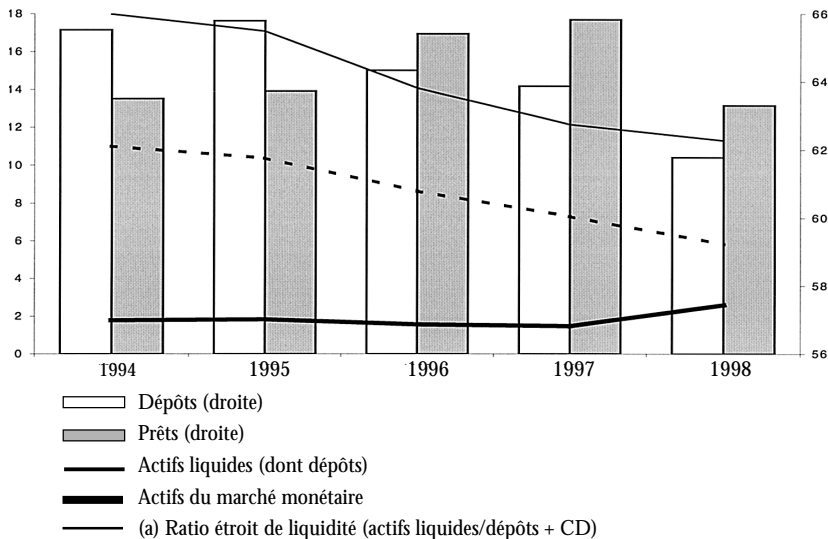
A partir de novembre, la fragilité du système bancaire s'accroît rapidement. Les fermetures de Hokkaido Takushoku et de Yamaichi ont révélé la sous-évaluation manifeste des déséquilibres dans les bilans des établissements japonais. Surtout, elles ont porté au devant de la scène ce qui était auparavant une règle de non-dit : l'exposition extrême des banques au risque de liquidité.

L'impact sur le niveau moyen du risque perçu sur l'économie japonaise est immédiat. Conduite par les valeurs financières, la bourse de Tokyo connaît une nouvelle étape dans sa descente aux enfers. Le Nikkei passe sous la barre des 16 000 yens, soit légèrement au-dessus du seuil moyen d'annulation des plus-values latentes. Avec la dégradation des exportations vers l'Asie et le ralentissement attendu de la croissance américaine, les valeurs industrielles suivent le pas. Si l'on excepte la clôture des comptes à la fin mars, période pendant laquelle il passera momentanément à 17 800 yens, sous la pression d'achats massifs du fonds de la Poste (*Kampo*) téléguidé par le ministère des Finances, le Nikkei continue de baisser pour clôturer le premier semestre comptable, au 30 septembre, à 13 390 yens. La chute des cours entretient l'enchaînement déflationniste déjà évoqué. Depuis Nissan Life au printemps et les deux faillites retentissantes de novembre 1997, ce schéma intègre un deuxième ressort qui est la confiance des agents économiques. Le choc psychologique qui en a découlé a anéanti toutes les croyances qui permettaient de maintenir un minimum de stabilité dans le système financier (*too big to fail*, le pilier du *Keiretsu*, le symbole historique...). Le niveau de la bourse, ultramédiatisé, devient le point de focalisation des anticipations sur les défauts de paiement. Il résume les résultats d'exploitation bancaires et la solvabilité des plus fragiles. La crise bancaire est vécue au jour le jour. L'évolution de l'indice Nikkei est le centre d'une dynamique auto-renforçante, qui intègre désormais le *Japan premium*¹² et les dépôts des institutions non financières.

Le stress qui assaille en permanence le système bancaire japonais se traduit, en effet, par une hausse vertigineuse de la prime de risque sur les établissements nippons. Pour ceux toujours actifs sur les marchés de financement non monétaires, elle est passée de 5 à 10 points en mars 1997, à 110 points en moyenne début décembre, pour revenir à 80 points au premier trimestre 1998¹³. Les autres établissements, une minorité - Yasuda, Daiwa, Chuo... - ont été exclus temporairement des opérations euro, amplifiant encore leurs problèmes de liquidité. La prime sur les banques japonaises s'est progressivement dégonflée à

mesure que ces dernières réduisaient leur présence et que le stress de novembre 1997 s'éloignait. Maintenu ensuite aux alentours des 30 points de base, elle s'élargit à nouveau au cours de la faillite de la Long Term Credit Bank (LTCB) et atteindra à la fin du mois de septembre 1998, encore 63 points¹⁴.

Graphique n° 2
Liquidité du système bancaire :
quelques ratios (en % des actifs, sauf (a))



Source : Zenginkiyu (cf. note 2)

Malgré la garantie de l'Etat sur l'ensemble des dépôts, des phénomènes de course aux guichets apparaissent, dans les agences des banques régionales, mais aussi désormais dans celles des grandes banques. Les ruées observées à la fin de l'année 1997 sont vite maîtrisées par plusieurs messages conjoints du ministère des Finances, de la Banque du Japon et du Premier Ministre. La fuite des dépôts persiste néanmoins à un rythme larvé. Elle est essentiellement orientée vers la Poste et vers les meilleurs établissements (Tokyo-Mitsubishi, Sumitomo, Sanwa, Tokai). Le graphique n° 2 résume la pression exercée sur la liquidité des banques. L'effort de provisionnement, auquel les banques se sont toutes engagées dans la brève période d'euphorie, doit être exécuté malgré la chute des cours boursiers et, ce faisant, en puisant dans les fonds propres, il écrase les ratios de solvabilité. La fermeture des marchés internationaux ou le renchérissement du coût des emprunts euro répondent à l'élévation du risque perçu sur ces fragilités en les renforçant. Enfin, la volatilité et la contraction des dépôts contraignent les banques à consti-

tuer d'importantes disponibilités, s'ajoutant encore aux difficultés précédentes. Depuis le 5 décembre 1997, le système bancaire vit explicitement sous perfusion de la Banque du Japon qui, depuis cette date, laisse chaque jour des excédents systématiques sur le marché monétaire¹⁵.

ÉVALUER LA FRAGILITÉ DU SYSTÈME BANCAIRE EN 1998

Dans ce contexte, au terme de l'exercice 1997-98, les comptes de résultats débouchent sur des pertes records de l'ordre de 5 000 milliards de yens, soit 25 % de plus que celles, déjà exceptionnellement élevées, enregistrées en 1995-96, après la mise en faillite des *jusen*. Elles amputent d'autant les fonds propres. Le tableau n° 1 présente les principales lignes d'exploitation du système bancaire japonais¹⁶ :

Tableau n°1
Compte d'exploitation simplifié du système bancaire japonais
(en milliards de yens)

	1997-98	1996-97
Produit net bancaire dont :	16306	15402
Revenus nets d'intérêts	10089	10797
Revenus nets des charges et commissions (1)	1417	2593
Opérations sur titres (2)	4280	2117
<i>Dont pertes sur réévaluations (actions et obligations)</i>	1376	2868
<i>Dont plus-values nettes réalisées sur obligations</i>	904	735
<i>Dont plus-values nettes réalisées sur actions</i>	4275	3837
Résultat brut d'exploitation	8329	7389
Bénéfices d'exploitation	-5259	997
<i>Dont provisions pour créances douteuses & Annulations</i>	9444	4110
Résultat net d'impôts	-4917	-93

(1) y.c. : commissions sur activités de trust :

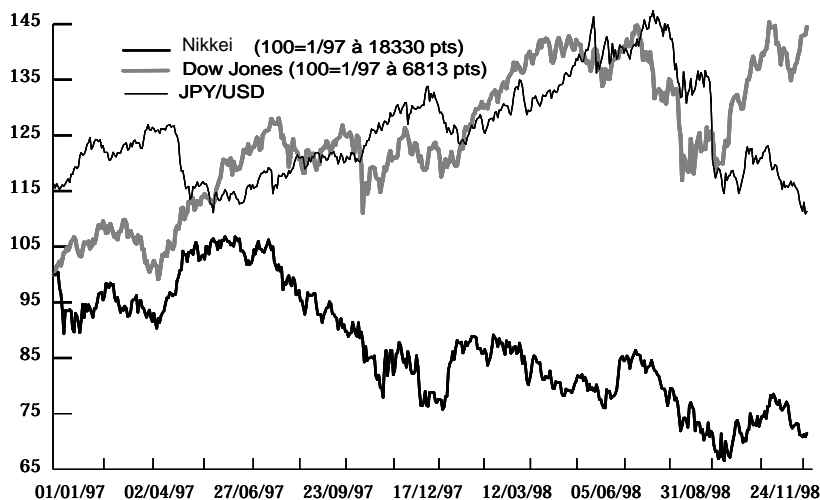
(2) y.c. : revenus d'arbitrages en trésorerie, de change, des plus-values nettes sur rachats anticipés de titres de dette, des dotations aux provisions pour dépréciation des titres mobiliers. Source : Zenginkijo (cf. note n° 2).

L'ultime renforcement : un changement des règles de valorisation des actifs

Seules les opérations sur titres soutiennent le produit net bancaire. Les revenus qu'elles drainent sont doublés et servent comme chaque année au financement des opérations de provisionnement. On retrouve d'une certaine manière le schéma décrit plus haut, à savoir l'utilisation de l'indice boursier comme indicateur synthétique de la solvabilité des banques. Les gains en capital sur le portefeuille obligataire sont mineurs malgré la forte baisse des taux. Les banques ont effectué des opérations d'aller-retour pour gonfler la valorisation de leurs actifs. En revanche, les plus-values latentes sur actions ont été réalisées massivement. La situa-

tion résumée dans le tableau ci-dessus surestime toutefois largement les gains en capital de l'exercice. Avant la clôture des comptes en mars 1998, le ministère des Finances japonais a autorisé les banques à modifier « à titre exceptionnel » leur méthode de valorisation des portefeuilles de valeurs mobilières, au plus bas cours ou au prix d'acquisition, selon leurs besoins. Avec un Nikkei en chute libre, la quasi totalité des banques ont choisi la seconde solution. Les pertes sur réévaluation des actifs acquis dans la période récente n'apparaissent pas non plus. Seules les pertes en capital, supérieures à 50 % de la valeur d'acquisition, sont imputées dans les charges d'exploitation. La réalisation des plus-values restantes, même intensive, n'a porté que sur des titres fortement dépréciés. En définitif, le doublement d'une année sur l'autre des revenus d'opérations sur titres s'explique presque totalement par le changement du cadre comptable.

Graphique n° 3
Evolution comparée du Nikkei, du Dow Jones
et du taux de change dollar/yen



87

Source : Datastream

Avec la poursuite de la chute de la Bourse de Tokyo et le retournement de Wall Street au cours de l'été 1998, les 19 grandes banques japonaises concentrent dans leurs comptes, en septembre, 3 800 milliards de yens de moins-values latentes sur actions. Au cours du premier semestre de l'exercice 1998-99, ce sont au total 6 500 milliards de yens d'actifs qui se sont évaporés¹⁸. La banque commerciale Sakura, seule pour le moment à avoir publié ses pertes latentes, avance alors le chiffre de -600 milliards de yens, soit la moitié de ses fonds propres. Pour

l'ensemble des grandes banques, ces pertes patrimoniales s'élèvent à 40 % de leurs fonds propres.

Or, les réserves latentes de plus-values sur valeurs mobilières sont également épuisées. Plus encore, la valorisation comptable des portefeuilles est surestimée. Ultime recours, les banques ont pu procéder à la revalorisation d'actifs immobiliers très anciens après la clôture des comptes en mars. Ils devraient permettre de faire remonter quelque 3 000 milliards de yens de ressources dans les bilans. Ces ajustements ont été effectués sur la base de prix antérieurs à l'an passé. Or, exception faite de quelques quartiers centraux dans les grandes métropoles, le marché du foncier est toujours gelé et continue de baisser¹⁹. Non seulement des moins-values vont apparaître l'année suivante, mais en plus ces actifs sont irréalisables dans les conditions actuelles.

Les réserves de plus-values constituaient une partie essentielle des sources de financement des opérations d'assainissement et d'entretien de la liquidité interne des établissements. Avec un RBE hors opérations sur titres de l'ordre de 4 500 milliards de yens, soit moins de 0,5 % des actifs²⁰, le système bancaire japonais va devoir multiplier les ventes forcées pour financer ses opérations d'assainissement dans les délais convenus. Le graphique n° 2 surestime donc encore le niveau de la liquidité des banques japonaises à l'époque. Si on se place à nouveau dans l'enchaînement déflationniste décrit plus haut, autant dire qu'elles sont aujourd'hui quasiment illiquides.

Cette situation nourrit la rareté du crédit. Toujours sur le premier semestre 1998, les statistiques de la Banque du Japon font état d'une contraction du crédit bancaire de 5 %, qui précède à coup sûr de nouvelles faillites industrielles. L'accélération de la spirale déflationniste est confirmée par la chute de l'investissement industriel et l'affaiblissement des émissions de dette privée non bancaire sur les marchés de court et moyen termes, comme palliatifs à la rareté du crédit. Les prévisions de croissance ont à nouveau été revues à la baisse par le FMI. On s'attend désormais à une récession de -2,5 % ... contre les 1,6-1,8 % prévus par l'EPA il y a un an. Le Gouvernement japonais n'a plus de marges de manœuvre. Le système bancaire ne survit que par l'apport massif de monnaie centrale par la Banque du Japon. Il est devenu incapable d'assurer normalement son rôle d'intermédiaire financier. Le moindre faux pas peut plonger plusieurs établissements de grande taille dans le défaut de paiement si ces derniers sont contraints de liquider leurs pertes latentes. Il provoquerait l'effondrement de tout le système bancaire.

La réévaluation des créances douteuses : le système bancaire insolvable ?

Cette situation ne se comprend qu'en regard à la solvabilité du système bancaire connue au moment de la crise. Quelle est-elle ? Les banques

japonaises ont jusqu'alors sous-estimé leurs stocks de créances douteuses, comme suivant une règle de non-dit. Mais, sur l'année 1997-98, 2 500 milliards de yens de nouvelles créances douteuses sont apparues dans le système bancaire, que l'on peut difficilement imputer à la mauvaise conjoncture²¹. Ces remontées progressives d'impayés dans les bilans comptables s'expliquent en grande partie par le laxisme des définitions. La contraction du crédit et l'illiquidité des banques a ôté le soutien qui permettait à beaucoup de sociétés en situation de faillite virtuelle de survivre en attendant de meilleurs jours. En dépit des largesses comptables autorisées, la situation est devenue telle, que des encours maintenus artificiellement à la périphérie de la définition officielle des prêts douteux ont fini par y tomber.

Tableau n°2
Récapitulatif des créances douteuses
du système bancaire connues au 31 mars 1998

	Encours bruts	<i>Provisions</i>	Encours nets	Prêts Catég. II	<i>Dont potentiel douteux</i>	Créances sur l'Asie	+ H-K & Singapour
City banks	12 500 (4,7%)	<i>8 638</i>	3 862 1,4%)	30 000 (11,2%)	<i>5 010</i> (1,9%)	12 989 (3,0% actifs)	Nd
Grandes banques	21 978 (6,3%)	<i>13 601</i>	8 377 (2,4%)	45 302 (12,9%)	<i>7 565</i> (2,2%)	17 205 (2,3% actifs)	31 500 (4,2% actifs)
Banques régionales	7 822 (4,1%)	<i>4 214</i>	3 608 (1,9%)	9 987 (10,5%)	<i>3 338</i> (1,7%)	-	-
Système bancaire	29 800 (5,6%)	<i>17 815</i>	11 985 (2,2%)	65 289 (12,1%)	<i>10 903</i> (2,0%)	-	-

NB : Les créances douteuses sont calculées sur la base de la dernière définition amendée par la FSA en été 1998, à savoir en incluant les prêts de 3 à 6 mois. Les chiffres entre parenthèses sont les encours de la catégorie en % des prêts. Les volumes sont en milliards de yens. Les créances sur l'Asie (hors places *off-shore*) ont été publiées par le ministère des Finances japonais pour mars 1998.

En septembre 1997, la transposition en loi japonaise des recommandations du Comité de Bâle en matière de comptabilisation des créances douteuses a obligé le superviseur bancaire à effectuer plusieurs révisions successives de la définition japonaise. Les chiffres dont on dispose alors couvrent les prêts restructurés, ceux aux sociétés en dépôt de bilan et les arriérés de paiement de plus de 3 mois²². Selon ces termes, les montants bruts dévoilés ont crû de 53 % pour atteindre 29 800 milliards de yens pour le secteur bancaire, soit 5,6 % des prêts (tableau n° 2).

On a fait grand cas dans la presse des prêts dits de « catégorie II », dont le ministère des Finances a pour la première fois publié des estimations en janvier 1998. Il faisait état de 65 000 milliards de yens de créances de ce type pour le système bancaire, soit dans les deux cas 10,5 % du total des prêts. Si on y ajoute les créances avérées douteuses, on arrive à

12,3 % des prêts, soit 76 700 milliards de yens. Ces engagements sont certes considérés comme plus risqués, mais ne sont en aucune manière douteuses²³. La Banque du Japon avait estimé, en 1996, qu'en moyenne 16,7 % de ces prêts nécessiteront des provisions au cours des trois années à venir. Il s'agit donc d'un potentiel de nouvelles créances douteuses ramené à 10 900 milliards de yens.

Même si les séquelles de la bulle financière sont encore sous-estimées, cela fait quatre ans que les banques tentent d'assainir leurs bilans. Elles ont provisionné sur cette période pour 28 000 milliards de yens, auxquels il faut ajouter les 5 700 milliards en cours de financement destinés à la liquidation des *jusen* et les créances douteuses déjà disparues. La couverture constituée en mars 1998 est de l'ordre de 17 800 milliards de yen. Les créances douteuses non provisionnées, publiées par les banques, sont donc à l'époque de l'ordre de 12 000 milliards. Si on ajoute les pertes sur les prêts à risque telles qu'elles viennent d'être estimées, les besoins de couverture totaux sont à l'époque estimés à 23 000 milliards de yens, soit 4,5 % du PIB national (2,4 % hors catégorie II).

La définition des créances douteuses donnée par la FSA, la plus large à cette époque, se veut conforme aux normes américaines énoncées par la Fed. Il est vrai qu'elle a permis un relèvement du stock déclaré de l'ordre de 40 % pour l'ensemble des institutions de dépôt. Pourtant, l'équivalence des deux règles recouvre encore plusieurs exceptions. Trois biais demeurent, qui méritent d'être soulignés, et dont on commence à voir les effets aujourd'hui, en 2000.

1 - Le périmètre consolidation des activités de groupe est étroit. Il ne prend en compte que les relations d'actionnariat supérieures à 5 %, directes et indirectes à un faible degré. Or, au Japon, les ramifications des groupes bancaires sont très complexes. Le contrôle du capital peut passer par des toiles d'actionnariat denses, faisant intervenir des chaînes de filiales parfois très longues. Surtout, la responsabilité de la banque principale, vis-à-vis d'une entreprise, va bien au-delà de ce que lui oblige à accepter ses propres engagements de crédit et sa participation au capital. De par le rôle de *monitoring* qu'elle exerce pour les autres créanciers, elle se porte implicitement garante d'une plus large partie des passifs de la société. La définition restrictive du champ de consolidation des groupes a incité les banques à transférer d'importants stocks d'engagements de mauvaise qualité dans les comptes de leurs filiales non banques. Même s'il s'agit d'un cas extrême, la faillite de la LTCB montre à quel point cette pratique peut conduire à une sous-estimation importante des créances douteuses. En sortant de son périmètre comptable trois filiales de *leasing* virtuellement en faillite²⁴, elle excluait 520 milliards de yens d'engagements non récupérables sur des créances immobilières... qu'il faut rapporter aux 1 380 milliards de yens déclarés sur l'ensemble de son portefeuille de prêts.

Devant l'ampleur des pertes concentrées dans les filiales de *leasing* de la LTCB²⁵, la FSA décide d'élargir le périmètre consolidation des comptes de groupe à partir de l'exercice comptable suivant. Il s'agit d'un véritable progrès en matière de transparence, car il est fort à parier que la LTCB n'était pas la seule banque à transférer ses actifs douteux à des filiales non banques de sa galaxie. Cette pratique avait déjà été constatée lors des faillites d'Hokkaido Takushoku, de NCB ou encore de Yamaïchi. En intégrant désormais des critères qualitatifs tels que l'échange de personnel, la provenance des dirigeants et l'intensité d'utilisation des services bancaires connexes, les particularités du système de banque principale sont mieux assimilées. Aucune estimation officielle des créances douteuses selon cette nouvelle définition n'est publiée à l'époque. Néanmoins, la FSA annonce que son application reviendrait à relever encore le stock de créances douteuses déclarées de 30 à 50 %. Il passerait ainsi à un montant brut évoluant entre 38 000 et 45 000 milliards de yens, soit de 22 700 à 29 700 milliards nets des provisions, soit de l'ordre de 5,9 % du PIB²⁶.

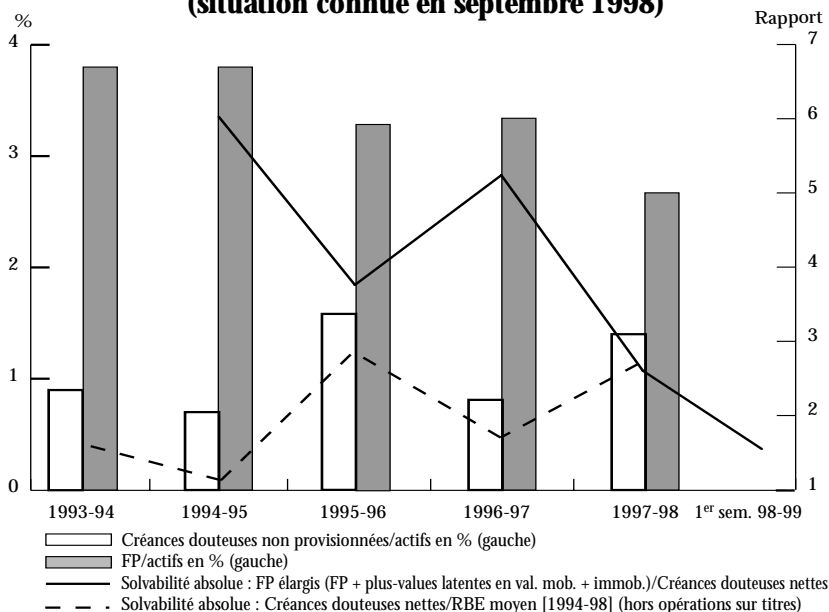
2 - La comptabilisation de la partie coûteuse des prêts restructurés dans les créances douteuses au Japon pose encore un problème majeur d'encadrement du périmètre des pertes des banques. Pour la loi japonaise, les prêts restructurés sont incorporés dans les créances douteuses seulement quand leur taux de rendement interne est inférieur à l'escompte. Avec un taux à 0,5 %, un grand nombre de prêts, dont l'émission a été financée par les banques à des taux bien supérieurs, sortent du périmètre de comptabilisation des créances douteuses. Ceux-ci représentent pourtant un coût certain pour les banques, puisque la partie restructurée, donc nécessitant des provisions spéciales, disparaît d'un seul coup²⁷. Pour le moment, ce coût intervient dans la marge nette d'intermédiation. Une remontée des taux courts devrait le transférer en de nouveaux encours à provisionner sur les prêts restructurés.

3 - Sur les 2 700 milliards de créances douteuses accumulées dans les filiales de *leasing* de LTCB, la moitié, soit 1 300 milliards, devront être supportés par le secteur agricole. Même si une partie de ces créances est récupérable, ce chiffre est à comparer aux... 463 milliards qu'il déclarait en mars 1998. Dans le secteur mutualiste plus globalement, la dissimulation des créances douteuses est, semble-t-il aussi, importante. Jusqu'à alors, les caisses régionales et nationales (la Norinchukin bank pour le secteur agricole) n'étaient pas tenues de déclarer leurs créances douteuses avec autant de rigueur que les banques. Le transfert des anciennes tutelles ministérielles sur ces secteurs vers la FSA oblige, dès l'exercice suivant 1998-99, les organismes mutualistes et coopératifs mieux informer sur la solvabilité de leurs engagements.

Entre tous les ajustements à apporter au cadre de définition, il est en

1998 difficile de faire une estimation du stock réel des prêts à provisionner, encore détenus par les institutions de dépôts. Sur la base des crédits distribués au secteur immobilier, les estimations courantes portaient sur un montant total des engagements de l'ordre de 80 000 milliards de yens, desquels il fallait déduire la valorisation courante des collatéraux apportés en garantie, les provisionnements constitués, de l'ordre de 17 800 milliards à l'époque et les prêts douteux déjà sortis des bilans, estimés à 16 000 milliards. Les calculs de coin de table, effectués à l'époque et qui nourrissaient l'atmosphère de panique, ne concluaient donc pas à des chiffres extravagants, si l'on s'en rapporte à ceux publiés au terme du premier semestre FY1999.

Graphique n° 4
La fragilisation du système bancaire
(situation connue en septembre 1998)



NB : Chiffres pour le seul système bancaire. Hokkaido Takushoku est intégrée dans l'exercice 1997-98. Le ratio de solvabilité absolue pour le 1^{er} semestre 1998-99 ne prend en compte que les grandes banques. Il reprend le ratio de mars ajusté des pertes latentes sur valeurs mobilières au 09/1998.

Source : Zenginkiyō

Avec les estimations basses dont on disposait à l'époque, le graphique n° 4 montre que le ratio des fonds propres élargis, rapporté aux créances douteuses non provisionnées, était en septembre 1998 proche de l'unité, niveau à partir duquel le système bancaire n'a plus de capital. Dit d'une autre manière, il aurait fallu plus de trois exercices de revenus bruts d'exploitation - hors opérations sur titres - pour absorber

le stock de créances douteuses. Ces chiffres ne prenaient en compte que les pertes avérées et publiées. Si on ajoute le risque de détérioration des créances de catégories II tel qu'estimé alors, le nombre d'exercices nécessaires au financement de l'assainissement des bilans, passe de 3 à près de 6 ans. Plus important, le stock de créances douteuses nettes devient nettement supérieur aux fonds propres et le ratio de solvabilité absolue tombe à 0,86 %. Ceci veut dire qu'avec ces estimations, même minimales, le système bancaire japonais était, à la fin septembre 1998, virtuellement insolvable.

Les estimations fournies ci-dessus sont d'un intérêt limité, dans la mesure où les investisseurs raisonnent en termes dynamiques. Dans ces circonstances, l'illiquidité du système dans son ensemble exerce un effet dépressif sur l'économie, détériore la confiance et nourrit les comportements de course vers la liquidité, à la source de la détérioration des bilans bancaires et de déflation. En l'absence d'un plan de sauvetage en bonne et due forme, aucun indicateur ne permet d'anticiper une inversion de la dynamique et donc une autre hypothèse que l'effondrement du système bancaire. Enfin, scénario plus radical, l'illiquidité est telle que le moindre défaut de paiement, mal géré, peut instantanément transformer les fragilités bancaires en insolvabilité de masse. Il va de soi que cette hypothèse ne peut pas être envisagée sérieusement pour un pays développé et politiquement mûre. Les investisseurs et les banquiers nippons ne l'imaginent à aucun moment. La vraie question pour eux est de savoir quand l'Etat interviendra et s'ils peuvent être touchés avant qu'il intervienne.

93

L'analyse a porté sur la situation agrégée du système bancaire. Un discours répandu veut que seules les grandes banques à réseau national ont de l'importance, quand il s'agit d'étudier le problème qui nous préoccupe. Si on s'attache au risque bancaire pur, le risque de système ne naît pas seulement d'une contrariété de grande taille dans les flux de règlement, mais peut provenir de n'importe quelle institution participant au système bancaire d'une communauté de paiement. Dans l'acceptation plus large du risque systémique²⁸, c'est particulièrement vrai quand celui-ci est déjà soumis à de fortes tensions sur sa liquidité interne. C'est le cas au Japon, où un grand nombre de banques, les banques de trust et les établissements régionaux en particulier, traditionnellement excédentaires sur le marché monétaire, sont devenus emprunteurs nets²⁹. Le moindre défaut de paiement peut alors provoquer une chaîne violente de dénouements de contrats non anticipée aux conséquences systémiques hors de proportion.

Il n'en demeure pas moins qu'une attention particulière doit être portée sur les grands établissements. Leur niveau de liquidité et de solvabilité est, en moyenne jusqu'à la fin 1998, inférieur à celui du système

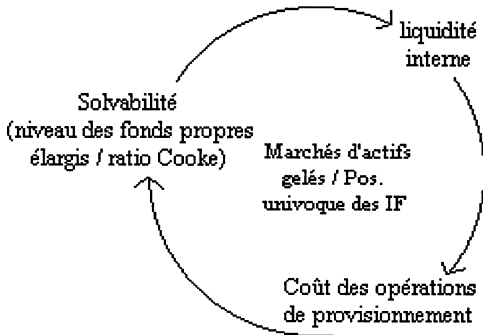
Encadré n° 1**Le risque de taux sur le portefeuille obligataire**

L'impasse dans laquelle est précipité le système bancaire se comprend également par sa vulnérabilité à un choc de taux, croissante à mesure qu'il réalisait ses plus-values résultant de l'aplatissement de la courbe des rendements. On peut ainsi s'interroger sur les effets secondaires du plan d'assainissement de 1999. Les anticipations sur la partie longue de la courbe des taux se sont relevées sensiblement. En régressant sur le *benchmark* à long terme plusieurs variables macro et la prime de risque à trois mois (CD-TB), la Banque du Japon (1998) montre en effet que la baisse des taux longs depuis la moitié de l'année 1997 jusqu'à la fin 1998 est essentiellement due à un phénomène de *fly-to-quality*, lié à l'élévation du risque moyen perçu sur le secteur privé. En particulier, le *timing* de la baisse de la partie longue de la courbe correspond assez bien à une montée du doute à chaque ébranlement du système financier.

L'expérience des crises passées enseigne que le retournement des taux longs est généralement progressif. En outre, comme dans le cas de la crise bancaire américaine, la restauration des marges bancaires est une clé de l'assainissement. Remémorons-nous toutefois le crack obligataire de 1994 provoqué par la remontée des taux américains. A cet exemple hors contexte, il faut ajouter que le cas du Japon présente des traits particuliers. D'une part, les gains en capital sur les portefeuilles de JGB sont réalisés quasi systématiquement, permettant de dégager des ressources financières et de maintenir artificiellement la taille des bilans. D'autre part, l'impact macroéconomique de la crise bancaire - via le rationnement du crédit et la pression à la baisse des prix d'actifs - est particulièrement accentué dans son ampleur et dans sa rapidité d'exécution. Les établissements survivant à la restructuration du système bancaire resteront donc un temps vulnérables au risque de taux. Les sommes à mobiliser dans le cadre des programmes de recapitalisation doivent inclure la couverture exceptionnelle contre ce risque tout aussi exceptionnel. Ce qui ne semble pas avoir été le cas en 1999 et qui devrait encore ralentir l'assainissement, en tout cas laisser présager des difficultés bancaires dans le second temps de la reprise.

bancaire agrégé³⁰. L'écart-type des situations connues est en même temps plus élevé. Depuis fin 1996, des divergences croissantes sont observables entre les établissements les plus solides et ceux en situation difficile. Le retard dans la constitution des provisions nourrit l'inquiétude et

Graphique n° 5 Auto-renforcement de la situation financière individuelle des banques



concentre les dépôts dans les établissements réputés sains. Les contraintes de liquidité interne imposent aux autres banques d'effectuer des ajustements de portefeuille coûteux face à une contrepartie absente. Les ventes de détresse détériorent leur solvabilité, accroissent le coût de l'apurement et enclenchent à nouveau le cercle vicieux schématisé de manière simplifiée par le graphique n° 5. Dans la continuité de ces dynamiques divergentes, les positions de chaque établissement sur le compartiment interbancaire du marché monétaire deviennent plus caractéristiques à mesure que le temps passe. A l'époque, l'opinion jugeait BoTM, Sanwa, Tokai et Sumitomo comme étant les établissements les plus sains et les plus liquides³¹. De par leur positionnement relatif sur le marché monétaire, ils bénéficiaient de conditions de financement plus favorables, même sur les opérations à 24h, de l'ordre de 2 à 5 points de moins que le reste du marché³². A l'opposé, outre le cas de la LTCB déjà en cours de règlement à l'époque, la solvabilité d'établissements comme Sakura, Fuji, Daiwa, et surtout NCB, Yasuda et Chuo Trust était dégradée et leur liquidité fortement réduite. Selon la Banque du Japon (1998), une partie de plus en plus importante des échanges monétaires s'effectuait entre elle et les banques, et de moins en moins dans le cadre de relations interbancaires, alors que plusieurs établissements survivaient grâce à cet apport inconditionnel en liquidité.

95

LA RESPONSABILITÉ DU POLITIQUE ET LE RÔLE JOUÉ PAR LES STRATÉGIES MONÉTAIRE ET PRUDENTIELLE

Une réelle volonté d'ajuster aux normes internationales la politique de régulation prudentielle et la supervision du système financier

L'évolution en tango des normes comptables et de solvabilité au cours de ces dernières années sont à l'évidence contradictoires avec la volonté

affirmée par le Gouvernement de libéraliser, moderniser et ouvrir plus largement son système financier. Pourtant, engager un mouvement de déréglementation ne va pas sans passer par une réforme profonde de la politique de régulation de ses activités et de sa supervision. Parce que le contexte institutionnel a changé, les risques ne sont plus les mêmes, ni dans leur nature, ni dans leur ampleur. Elle doit à ce titre associer à une meilleure maîtrise des risques individuels celle du risque systémique. Elle impose l'élaboration de formes juridiques explicites, de normes de solvabilité stables, d'obligations de transparence, d'instances de supervision et de règles de bonne gestion. Elle nécessite également l'organisation de systèmes de solidarité de place avec de forts moyens de coercition et, enfin, l'explicitation d'une règle de conduite pour le prêteur en dernier ressort et la mise à disposition de moyens lui permettant d'exercer efficacement sa vigilance.

On peut s'interroger à juste titre sur l'intérêt que les autorités japonaises portent réellement à ces questions en 1997-98, tant les règles comptables, de consolidation, de publication sont manipulées, et si elles ont conscience de ce que leur négligence implique. Cette interrogation est légitime pour la période allant du début de la crise à la fin 1996. Le recours à la pratique du convoi sous escorte peut être compris comme une stratégie opposée à l'action de réglementation explicite et à l'utilisation de l'instrument du prêteur en dernier ressort, dans la mesure où il se traduit par une répartition du poids de la dette auprès d'un plus grand nombre d'établissements privés (Geoffron & Rubinstein, 1997). A partir de cette date, la fragile pyramide des compromis sectoriels implose, brisant d'un seul coup bon nombre de blocages institutionnels et de tabous réglementaires. Enfin, dire que le big-bang est lancé sans porter attention au changement radical de doctrine prudentielle qu'il impliquait, est erroné.

La première mouture du plan de déréglementation n'intègre pas ces questions. Pour le PLD, il s'agit de cibler un effet d'annonce. Très rapidement, un premier *draft* est publié et largement commenté dans la presse. Du faux procès, les analystes font depuis amende honorable. La plupart des critiques portées à son encontre relevaient plus d'une méfiance systématique - il est vrai nourrie par les désillusions passées -, que de l'insuffisance du contenu des textes présentés³³. Si ces textes comportent de nombreuses imperfections, les reproches se concentrent plus sur la forme graduelle de l'ajustement de la réglementation bancaire que sur son contenu réel. Ces critiques, émanant d'ailleurs principalement du côté américain, sont pour l'essentiel non fondées. La plupart des pays signataires des recommandations du Comité de Bâle avaient eux-mêmes relevé graduellement les normes de solvabilité applicables à leurs propres systèmes bancaires, alors fragilisés par la déréglementation des années

1980. Surtout, le gouvernement japonais s'engage sur un calendrier qui - sur les risques de marché notamment - paraît d'autant plus serré que son système financier est déjà très fragile. Représentant 22 % de l'épargne japonaise gérée en direct, le secteur de l'assurance-vie n'entre ni dans le périmètre d'ajustement du cadre prudentiel, ni dans le programme de déréglementation à proprement parler. C'est un réel défaut de conception dans la nouvelle architecture de régulation prudentielle. La volonté initiale de préserver ce pan du système financier du mouvement de déréglementation ne justifiait pas l'absence de remise à niveau du cadre prudentiel, ne serait-ce que par leur présence active sur les marchés financiers. L'ouverture du secteur, arrachée par les Américains au terme du dernier round OMC-Services financiers, précipite un ajustement du cadre prudentiel dans des circonstances particulières. Il est conçu dans le double objectif d'évincer tout nouvel entrant - en survalorisant les actifs immobiliers dans le ratio de solvabilité - et d'empêcher l'effondrement des assurances-vie, la plupart en situation précaire.

La partie du programme, relative à la supervision des institutions, introduisait plusieurs aspects novateurs remarquables dans le domaine de la gestion prudentielle. En particulier, la création d'un organisme de supervision indépendant et unique, pour l'ensemble du système financier, constate les interdépendances accrues et l'homogénéisation institutionnelle comme produits directs du décloisonnement et de la déréglementation de la sphère financière. Ce schéma d'organisation minimise également le poids des lobbies sectoriels. Il oblige le régulateur à avoir constamment à l'esprit une vision d'ensemble du système financier, absence dont le défaut avait été largement reproché aux autorités japonaises. A notre connaissance, peu de pays possèdent actuellement ce dispositif, pourtant ancré dans la logique d'une finance libéralisée. En matière bancaire particulièrement, l'ajustement du cadre réglementaire aux normes internationales est contenu dans une série de réformes de l'organisme de garantie des dépôts, dans la restructuration des activités d'expertise comptable au Japon, ainsi que dans un bouquet législatif désigné par le terme « paquet PCA » (*Prompt Corrective Action*). Il s'agit, pour partie, de la mise en application des recommandations formulées par le Comité de Bâle, dans le domaine de la régulation des risques de crédit et de marché (règles de transparence, ratio de solvabilité, normes comptables et d'audit, instruments de supervision...). Les autorités ministérielles japonaises avaient certes signé ces accords à mesure que les recommandations étaient présentées par les banques centrales réunies à Bâle. Mais depuis le début des années 1980, leur transposition dans le cadre de la réglementation prudentielle japonais suivait un processus graduel que le ministère des Finances pouvait, et avait modifié à plusieurs reprises.

La transposition dans la loi japonaise des recommandations du

Comité de Bâle est achevée en septembre 1997³⁴. Les dispositions qu'elles contiennent sont applicables à compter du 1^{er} avril 1998, en même temps que l'entrée en fonction de l'agence indépendante de supervision. Sur les activités de titres, les premières affectées par le big-bang, le réaménagement du cadre prudentiel est voté en même temps que les mesures de déréglementation et conditionne leur application. Il est largement inspiré de l'architecture en vigueur aux Etats-Unis et de l'expérience de la SEC. Ses grandes lignes sont strictement définies et un calendrier de mise en place est figé dès la fin de l'exercice 1997. L'essentiel devait entrer en vigueur en décembre 1998, en même temps que l'achèvement de la réforme du cadre de comptabilité privée³⁵. Le big bang avait officiellement commencé en mars. Le cadre général de l'organisation prudentielle est ainsi posé moins d'un an après les premiers pas du programme de libéralisation.

A partir de l'exercice 1997, sous le coup de la faillite de Nissan Life en mai, puis avec la propagation de la crise asiatique, le système bancaire entame une phase de dégradation accélérée de sa solvabilité. Il entre ouvertement en crise au mois de novembre. D'un côté, la supervision commence à se faire réellement plus stricte. De nouvelles lois sont votées introduisant des sanctions pénales pour mauvaise gestion ou renforçant celles existantes. De l'autre, le cadre réglementaire, sensé suivre un processus graduel d'ajustement aux normes internationales, est retardé par plusieurs allègements successifs à partir de janvier 1998³⁶. Chaque mesure dérogatoire est annoncée en mettant en exergue son caractère « exceptionnel » et « transitoire ». Ces précisions font sourire les investisseurs internationaux. Pourtant un véritable changement s'est opéré dans la doctrine de régulation de la tutelle. Ces retours en arrière ne résultent plus de velléités protectionnistes ou de pressions sectorielles, mais de la nécessité absolue de préserver la stabilité à court terme du système financier.

La politique monétaire et la gestion de l'ajustement du cadre prudentiel prisonnières de l'indécision politique

Opérer un renforcement des règles prudentielles sur un système bancaire fragile, en même temps que procéder à sa libéralisation débouche inévitablement sur un resserrement brutal de la liquidité et précipite, mécaniquement, la liquidation à marche forcée des bilans. C'est ce qu'explique en particulier Mishkin (1996), quand il décrit la façon dont s'enrichit la dynamique de destruction des richesses dans les crises financières des pays en développement : l'assainissement est un préalable à la revalorisation des normes comptables et de bonne gestion. Le déni de ce principe élémentaire dans le cas du Japon, a contribué à déstabiliser les comportements bancaires. L'ensemble du système bancaire étant

fragilisé, chaque établissement est contraint de restructurer son bilan, et de procéder à des ventes pour financer ses opérations d'assainissement. Compte tenu de l'homogénéité des états bancaires, les marchés d'actifs locaux ne trouvent pas de contrepartie. Leurs prix d'équilibre chutent et la contraction de la liquidité interne des banques s'accompagne d'une détérioration de leur solvabilité. L'imposition de normes communes de solvabilité accélère le besoin de liquidation des actifs. Paradoxalement, il intensifie le processus de destruction du patrimoine bancaire. Les établissements sont inévitablement poussés en défaut de paiement et précipitent l'effondrement de tout le système de crédit. Le préalable à une nouvelle organisation prudentielle fiable est la restructuration du système bancaire. Sa consolidation et sa recapitalisation doivent lui conférer une solidité suffisante, pour absorber le coût inhérent à l'élévation des règles prudentielles, sans qu'il retombe dans une dynamique de dépréciation des actifs (Goodhart et alii, 1998).

La fonction de régulateur d'un système financier s'exerce au quotidien et indépendamment du pouvoir politique. Par contre, la mise en place d'un programme exceptionnel de restructuration bancaire, comprenant en l'occurrence la mobilisation de fonds publics, est et doit demeurer une décision éminemment politique. Or, la situation de paralysie du processus de prise de décisions, à laquelle le système parlementaire japonais a conduit, est digne des pires heures de feu la République des Partis en France. Conduite par des motivations purement partisans, la Diète a réussi le tour de force de rejeter en pleine crise financière, et alors que l'économie semblait dans la déflation, cinq plans de stabilisation en l'espace de cinq mois, entre mai et septembre 1998, avec, pour unique argument le refus d'injecter des fonds publics. Cet argument, elle l'a négligemment abandonné un mois plus tard, en octobre dernier, après avoir obtenu partiellement satisfaction sur le cas de la Long Term Credit Bank, établissement d'envergure nationale en difficulté au cœur du système de financement du Parti Libéral Démocrate. La dissociation des deux fonctions de régulation et de législation ne permet à un système démocratique de fonctionner correctement que s'il y a une responsabilité exercée effectivement de part et d'autre, donc s'il y a des sanctions. Tout le problème est qu'au Japon, la sphère politique est déconnectée du reste de la société civile.

Le défaut de responsabilité du politique a confiné la gestion prudentielle des autorités de tutelle du système bancaire à un dilemme cornélien. Elles peuvent maintenir le programme de resserrement des normes comptables et de solvabilité. Dans ce cas, elles nourrissent le processus déflationniste et prennent le risque de faire implorer le système financier sous le poids de ses déséquilibres. L'alternative est d'assouplir les contraintes prudentielles. Le risque est alors de laisser s'immiscer dans

les comportements bancaires un aléa de moralité majeur. Cette deuxième voie revient à reculer pour mieux sauter et c'est celle-ci qui a été empruntée. Il ne pouvait d'ailleurs pas en être autrement. Dans les statuts fondateurs de la Banque du Japon et de la FSA, la préservation du système de crédit et la maîtrise du risque systémique, c'est-à-dire la survie de la communauté de paiement, sont cités comme un objectif prioritaire au même titre, pour l'institut d'émission, que la stabilité des prix³⁷. Aussi, à partir du big-bang, l'évolution du cadre prudentiel et de la politique monétaire doivent-ils être assimilés, non pas comme l'issue d'un rapport de force entre lobbyistes, mais véritablement comme une série d'actions « en dernier ressort », dont l'objectif est de préserver la liquidité du système le plus longtemps possible... au détriment de sa solvabilité.

C'est dans ce sens que le paquet PCA est modifié en mars 1998. Le rééchelonnement du programme d'ajustement des ratios de solvabilité vise d'abord à freiner le rythme de restructuration des actifs et le rationnement du crédit. Le choix offert aux banques entre la comptabilisation des portefeuilles de valeurs mobilières à la valeur d'acquisition ou à la valeur de marché participe, également, de la volonté des autorités de tutelle de se dégager d'une responsabilité qui leur revient par défaut du politique. Si les banques déclarent leur insolvabilité ou la sous-capitalisation de leurs bilans en choisissant le système de valorisation aux prix du marché, c'est de leur propre chef. Les responsables politiques doivent prendre acte mais la responsabilité du superviseur n'est plus en cause, puisqu'il a offert une porte de sortie. Si, à l'inverse, les banques choisissent le principe de la valeur historique, la détérioration de leur solvabilité n'en est pas moins connue, mais le non-dit permet la survie du régime. Ce système ne peut bien évidemment pas tenir longtemps. Il permet toutefois d'accentuer la pression sur la classe politique pour la forcer à trouver un consensus.

L'annonce de la décision de politique monétaire de la Banque du Japon du 9 septembre 1998, relève toujours du même principe d'intervention. En maintenant son taux directeur de l'escompte à 0,5 %, mais en déclarant vouloir faire passer le taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire d'une fourchette entre 0,4 et 0,5 % à 0,25 % par des prises en pension massives³⁸, la banque centrale signifie son soutien inconditionnel au système bancaire. Elle avance en cela sur la stratégie poursuivie jusqu'alors d'un approvisionnement discrétionnaire du marché interbancaire en liquidités. Les caractéristiques du mode d'intervention de la Banque du Japon, dans son action de prêteur en dernier ressort, sont donc la continuité et l'absence de borne dans le temps, l'anonymat des opérations d'*open-market* comme support technique de sa mise en œuvre, un coût d'accès à la liquidité uniforme et très faible.

Ce schéma ne correspond à aucune approche existante qui nourrit le débat déjà ancien sur les modes d'intervention du prêteur en dernier ressort (PDR). Même si la règle de Bagehot peut s'appliquer³⁹, du fait de la possibilité de discerner au moins les établissements bancaires les plus fragiles des autres, le contexte institutionnel et plus particulièrement le cadre politique ne le permettent pas. On a fait parfois le rapprochement avec le schéma défendu par Goodfriend et King⁴⁰. Ça n'est là encore qu'un faux semblant, puisque les deux conditions préliminaires ne sont pas présentes, à savoir l'autorisation de la mise en faillite des banques insolubles et la garantie publique de toutes les dettes susceptibles d'avoir des répercussions systémiques. Le schéma d'exécution est aussi divergent.

Les risques portés par la stratégie par défaut de la Banque du Japon et par le superviseur sont doubles.

Au niveau des opérations de portefeuille, les banques de second rang peuvent chercher à liquider leurs actifs en yens plus rapidement. On entre là dans le schéma classique des crises financières qui aboutit, dans une situation extrême, à la liquéfaction du bilan du système bancaire. Ça n'est bien sûr pas la situation au Japon. Néanmoins, la partie précédente a montré que la dynamique, qui entretient la baisse des cours boursiers, est surtout soutenue par les banques les plus fragiles. L'assurance d'un approvisionnement en monnaie centrale illimité à bon marché peut encore conduire à des prises de risque accrues dans la gestion du portefeuille mobilier, par exemple en augmentant la part du portefeuille international, qui est par définition soumis au risque de change. Cet aléa moral s'est effectivement réalisé. Il est discuté plus bas.

Alors que les banques solides cherchent à accroître leur liquidité interne et à accélérer le rythme de constitution des provisions, les plus fragiles peuvent être tentées de concentrer leur politique de crédit sur le financement d'opérations plus risquées. C'est l'aléa moral déjà évoqué dans les comportements bancaires. Des données disponibles, on sait que les volumes de prêts accordés aux PME se sont contractés continûment, les banques resserrant leurs offres de financement sur les noyaux de leurs groupes⁴¹. Une hypothèse que l'on peut avancer serait que le modèle de la banque principale offre un cadre institutionnel relativement protecteur devant ce type de comportement, compte tenu de la rigidité et de l'ancienneté des relations de clientèle. La violence de mouvement de contraction du crédit est telle qu'elle offre alors peu de marges à l'élaboration d'un scénario de prise de risque. Au contraire, elle donnerait plutôt la priorité à la fidélisation des meilleurs clients dans un environnement où l'intermédiation de marché est appelée à se développer. Cette thèse est cependant difficilement soutenable dans le cas d'une crise financière durable. La dégradation progressive de la solvabilité des

banques et corrélativement, du contexte réel - défauts de paiement -, entretiennent des pressions telles qu'il n'est plus rationnel pour la banque de focaliser sa stratégie sur l'élévation de la rentabilité à moyen terme (OCDE, 1996).

Le risque n'est donc pas à écarter. C'est particulièrement vrai pour les établissements régionaux de seconde catégorie et le secteur parabancaire, très important au Japon. La supervision sur ces deux catégories d'institutions est en général plus laxiste et, dans le cas où la surveillance s'exerce via une autorité locale, de moins bonne qualité. Elles sont aussi très proches du pouvoir politique, comme l'exemple de la liquidation des *jusen* l'a stigmatisé dans le cas du secteur agricole mutualiste. Cargill et alii (1997) relève à cet égard un exemple flagrant d'aléa moral dans les comportements de crédit, avec la faillite de deux coopératives en 1994. Ces petites institutions sont aussi moins préparées à un environnement financier libéralisé et dans lequel, l'éventail des services offerts est amené à s'élargir rapidement. De fait, ces changements institutionnels s'accompagnent la plupart du temps d'un mouvement de consolidation du secteur, soit par disparition, soit par rapprochements entre établissements existants. Ces rapprochements sont d'autant plus difficiles que l'état des bilans est globalement très détérioré, mais rarement divulgué dans sa totalité. Ces considérations rapprochent sensiblement la durée de vie des banques fragiles ou trop spécialisées. C'est d'autant plus vrai que dans le domaine de la collecte de dépôt, le maintien des activités financières de La Poste dans le giron public a tendance à accélérer le processus de fuite de l'épargne hors du système bancaire. L'aléa moral sur les comportements bancaires est accentué par la coexistence d'une banque en situation difficile, d'un mouvement de déréglementation qui met sa survie en doute et d'un mode temporaire de résolution de la crise qui lui permet de survivre encore le temps de tenter à nouveau sa chance.

Le cadre prudentiel des activités bancaires a été profondément modifié depuis le lancement du big-bang, dans un sens positif sur le fond, mais dans l'immédiat axé sur la stabilisation à court terme du système. Cette stratégie par défaut permet de reculer l'échéance d'une consolidation globale du secteur bancaire en même temps qu'elle en accroît le coût final par les enchaînements déflationnistes qui en résultent. Les institutions d'assurance-vie jouent aussi un rôle important dans l'entretien de la baisse des prix d'actifs et dans les mécanismes de déstabilisation de l'économie nipponne. Leur situation découle, comme les banques, de dysfonctionnements dans la réglementation et dans la supervision. C'est pourquoi nous nous intéressons à leur cas. Mais à la différence de ces dernières, les autorités de tutelle de l'assurance-vie sous-estiment encore largement les risques portés par ce pôle de l'épargne japonaise, aujourd'hui très fragile et qui compte maintenant plusieurs cas de faillites masquées.

*L'ASSURANCE-VIE DEVANT LA POLITIQUE
DE RÉGULATION DU SYSTÈME FINANCIER :
UNE SOURCE DE DÉSTABILISATION RÉELLE*

C'est, d'une certaine manière, la face cachée de la crise financière japonaise⁴². Depuis la moitié des années 1980, les réceptacles de l'épargne à long terme que sont les compagnies d'assurance-vie accumulent des déficits actuariels non négligeables. Ces déséquilibres sont les fruits de près de dix ans d'une politique commerciale hasardeuse, permise par des dysfonctionnements dans la réglementation et dans la supervision, et que l'éclatement de la bulle des prix d'actifs n'infléchira pas immédiatement. Avec l'arrivée à maturité des contrats vendus pendant la période faste des années 1980, ces déséquilibres entrent aujourd'hui dans les comptes d'exploitation. Leur montée en puissance s'accompagne d'une stagnation des revenus d'activité. Cette double inflexion révèle la dégradation de la solvabilité des institutions d'assurance-vie. Elles doivent procéder à une contraction brutale des actifs placés dans un contexte de crise financière majeure, qui porte en retour un doute accru sur leur solvabilité. Le cycle auto-entretenu illiquidité / insolvabilité, devant lequel on croyait la fonction d'assureur-vie protégée, est enclenché. Il nourrit, avec le système bancaire, un foyer de la dynamique déflationniste dans laquelle est enchaînée l'économie japonaise. Il implique potentiellement la montée du risque systémique, un défaut de paiement dans le secteur ne pouvant plus être exclu.

103

*La détérioration de la solvabilité des mutuelles nippones
et l'effet Nissan Life*

Les institutions d'assurance-vie japonaises ont vendu au cours des années 1990 et jusqu'au début des années 1990, des produits mixtes et de capitalisation offrant des rendements sans comparaison avec les performances réalisées. Sur cette période, ils restent en permanence au-dessus de 6-7 % et peuvent aller jusqu'à 10 % chez certaines mutuelles. Ils sont nettement plus concurrentiels que les passifs bancaires, rémunérés au mieux à 4-5 %. De fait, jusqu'en 1992, le taux d'expansion du marché est à double chiffre.

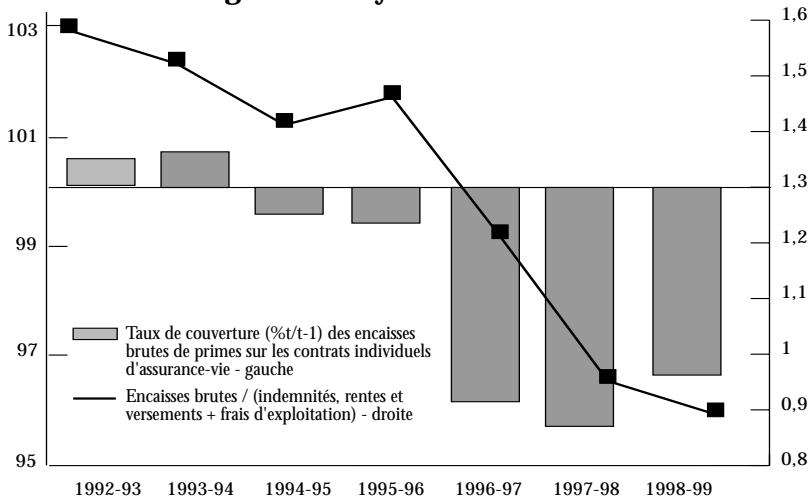
Du côté des actifs, la remontée brutale du yen à partir de 1985 entraîne des pertes de change sèches colossales sur le portefeuille international des assureurs-vie japonais. Avec une couverture quasiment nulle, elles sont évaluées à 40 milliards de dollars en 1989⁴³. Ces contreperformances sont compensées par l'euphorie boursière au Japon. Les compagnies d'assurance-vie souscrivent systématiquement aux émissions d'actions et en particulier, aux augmentations de capital des banques japonaises. A la différence de ces dernières, elles réalisent

progressivement leurs plus-values. Elles doivent financer les pertes sur le portefeuille international d'une part, et d'autre part, elles multiplient les opérations d'aller-retour pour gonfler la taille des bilans⁴⁴. Ce dernier élément est important. Il permet de justifier, devant les autorités, l'utilisation des réserves réglementaires pour financer une politique commerciale agressive d'expansion du marché. Elle se traduit d'une part par la distribution de produits de capitalisation à rendements de plus en plus élevés et d'autre part, pour accroître l'attrait immédiat de l'épargnant, par une politique de reversement des surplus très généreuse. Pour des taux de reversement réglementaires déjà élevés, de 90 %, les mutuelles japonaises ont été autorisées à aller jusqu'à 99 %. Ce schéma caractéristique d'une pyramide financière actuarielle est conforté par la forte expansion du marché de l'assurance-vie qui dissimule la fragilité financière de l'ensemble du secteur. Il donne une photographie instantanée des comptes d'exploitation flatteuse qui, de par les lacunes dans la comptabilité actuarielle japonaise, maintiennent un surplus à distribuer important.

Au moment de l'éclatement de la bulle, les compagnies d'assurance-vie ont déjà largement disposé des gains en capital générés sur leurs portefeuilles. Les plus-values latentes ne représentent en pourcentage des actifs que la moitié de ce qu'affichent les banques. De plus, les valeurs financières sont surreprésentées dans leurs portefeuilles d'actions. Via l'évaporation des moins-values latentes sur ces titres, la chute des cours boursiers affecte plus brutalement la santé des mutuelles japonaises.

Pourtant, jusqu'à 1994-95, leur stratégie de développement n'est pas révisée sur le fond. Elles prennent progressivement la mesure des risques sur lesquels elles se sont engagées dans les années précédentes et dans la perspective du relèvement des charges sur les polices qu'elles ont vendu, cherchent à tout prix à maintenir un flux élevé des encaissements de primes. C'est un schéma d'endettement de type Ponzi adapté à l'assurance-vie. La libéralisation des taux de rémunération des dépôts bancaires en 1989 et par la suite, le relèvement des taux courts affectent leurs positions concurrentielles. Pour se défendre, elles fondent leur politique commerciale sur un taux de référence à long terme japonais, évoluant autour de 7 % nominal entre 1990 et 1991, et par la suite, sur les profits substantiels dégagés du portefeuille international, grâce au renversement du cours du yen et à la hausse continue de Wall Street. La baisse continue des taux d'intérêt à partir de 1992 contraint réglementairement les assureurs à baisser les rendements pratiqués sur leurs nouvelles polices. Mais l'ajustement est lent. Globalement, jusqu'à la moitié des années 1990, ces institutions continuent de pratiquer des rendements supérieurs aux performances enregistrées sur leurs actifs.

Graphique n° 6
Changement de cycle dans l'assurance-vie



Source : Life Insurance Association of Japan year book

La récession économique, la perte de compétitivité relative des produits d'épargne longue et la saturation du marché de l'assurance-vie ralentissent, puis inversent l'évolution des encaisses (cf. graphique n° 6). Cette réduction des excédents de revenus coïncide avec l'arrivée à maturité des contrats souscrits pendant la période faste des années 1980. L'étau sur les comptes d'exploitation est violent. La sous-capitalisation des engagements des mutuelles japonaises est devenue manifeste à la fin de 1996. L'effet cyclique est tel que les charges d'assurance gonflent de 7 % en 1995-96, puis de 12,5 % au cours de l'exercice suivant et de 11 % encore en 1997-98.

105

Tableau n° 3
Compte d'exploitation simplifié

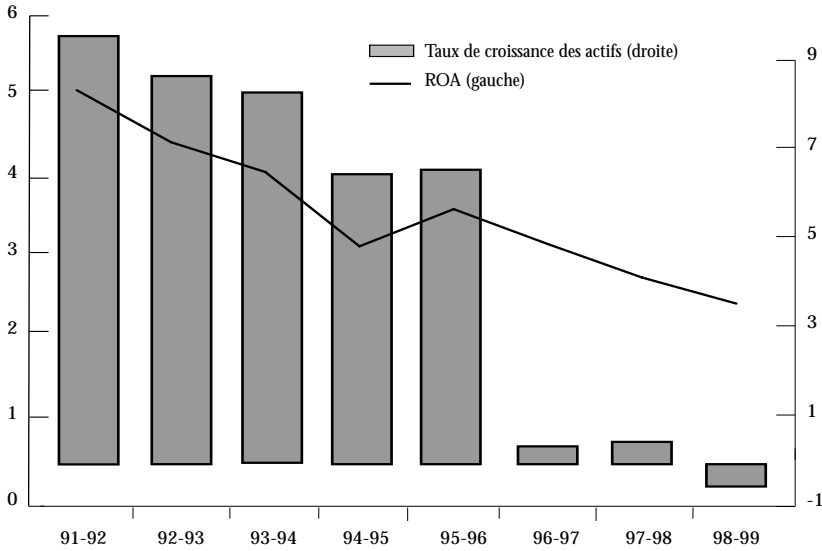
	1994	1995	1996	1997	% g.a.
Ressources courantes dont :	40 986	41 847	42 764	47 592	11,3
<i>Encaisses de cotisation & autres versements</i>	<i>30 487</i>	<i>30 762</i>	<i>29 353</i>	<i>30 300</i>	<i>3,2</i>
<i>Revenus de placements</i>	<i>8 136</i>	<i>8 901</i>	<i>8 877</i>	<i>9 538</i>	<i>7,5</i>
<i>Autres (dont transferts des mises en réserves)</i>	<i>2 363</i>	<i>1 963</i>	<i>4 493</i>	<i>7 754</i>	<i>72,6</i>
Emplois courants dont :	39 542	39 384	40 853	46 595	14,1
<i>Indemnités, rentes, versements</i>	<i>13 077</i>	<i>13 901</i>	<i>15 638</i>	<i>17 369</i>	<i>11,1</i>
<i>Remboursements</i>	<i>6 128</i>	<i>7 686</i>	<i>13 553</i>	<i>13 900</i>	<i>2,6</i>
<i>Mises en réserves réglementaires</i>	<i>9 599</i>	<i>9 196</i>	<i>1 691</i>	<i>3 844</i>	<i>127,3</i>
<i>Frais financiers et de fonctionnement</i>	<i>8 391</i>	<i>7 010</i>	<i>8 363</i>	<i>9 705</i>	<i>16,0</i>
Résultats courants consolidés du secteur	711	1 701	1 910	997	-47,3
Surplus	-	1 277	1 491	1 088	-27,0

Source : Life Insurance Association of Japan Yearbook

Elles obligent les assureurs-vie à procéder à une liquidation des actifs, d'autant plus massive qu'au long de la première moitié des années 1990, les revenus financiers ne sont plus soutenus que par la réalisation de plus-values latentes. Ainsi, entre 1993 et 1994, les mutuelles japonaises sont obligées de liquider leurs plus anciennes participations dans les *keiretsu*. La réalisation systématique des gains en capital sur le portefeuille obligataire avec la baisse des taux, et une politique active sur le portefeuille international, permettent de maintenir le niveau des actifs et apportent des ressources courantes. Ainsi, les revenus de placements augmentent de 7,5 % en 1997-98 dans un contexte marqué par la crise asiatique, la dégringolade des taux longs et la chute du Nikkei. En mars 1998, si l'on excepte Nippon Life, les plus-values latentes sur l'ensemble des valeurs mobilières représentent à peine 1,5 % des actifs (1 800 milliards de yens)⁴⁵. Six mois plus tard, avec la chute du Nikkei, les pertes estimées sont de l'ordre de -1,5 %. Plus aucune ne détient de réserves latentes. La stratégie suivie jusqu'en 1997 par les assureurs est de liquider d'abord le portefeuille d'actions dépréciées, au prix d'une contraction des actifs comptables, dans l'objectif d'accroître, sinon de protéger le portefeuille international et de prêts, afin de relever le rendement moyen sur actifs. Elle est remise en cause avec la faillite de Nissan Life en mai 1997. Du jour au lendemain, Nissan Life fait apparaître un déséquilibre actuariel de l'ordre de 300 milliards de yens, soit à titre de comparaison 15 % de la taille de son bilan. C'est dire la capacité de dissimulation du système comptable. Cette estimation basse du passif net est supérieure de 50 % au plafond de garantie du système d'assurance du secteur. Et pourtant, Nissan Life représentait à peine 0,5 % du marché. Depuis l'été 1997, le reliquat à financer s'est encore accru avec l'amplification de la crise financière et la réestimation des engagements d'assurance. De nouvelles créances douteuses sont également apparues dans le portefeuille de prêts.

Comparés à l'ampleur des faillites bancaires, les fonds nécessaires à l'équilibre actuariel de la structure de liquidation de Nissan Life sont encore modestes. Pourtant, l'État n'est pas intervenu pour tenter de rassurer les épargnants. Au contraire, il a laissé fonctionner le principe de mutuelle jusqu'au bout, en laissant à la charge des ménages adhérents le coût de la liquidation des pertes. Les coûts induits par ce choix peuvent être très supérieurs aux besoins initiaux, même si difficilement quantifiables. Les autorités ont sous-estimé le choc psychologique sur les épargnants et les risques portés par une vulnérabilité accrue du secteur en période de crise financière. En la matière, éviter une chute des encaisses de primes à un niveau inférieur aux charges d'assurance devait être une priorité absolue pour éviter d'exposer les assureurs au risque

Graphique n° 7
Taille et rentabilité des actifs



d'illiquidité. Or, depuis l'annonce de la fermeture de Nissan Life, les nouvelles polices émises ont chuté de 10 %. Plus dangereux, les résiliations de contrats gonflent très rapidement. Sur les derniers mois de l'exercice 1996-97, l'effet a été tel que les fuites d'épargne hors des comptes d'assurances-vie ont atteint un niveau égal à 90 % du total des versements et indemnités distribués sur l'année.

Le graphique n° 8 montre que les charges courantes et les résiliations de contrats excèdent nettement les revenus d'encaisses, de sorte que les institutions d'assurance-vie sont depuis en besoin net de liquidités et par conséquent fragiles. La liquidation des actifs qu'elles effectuent dans de mauvaises conditions s'accélère et dégrade encore leur solvabilité apparente. Exceptions faites de quelques grosses signatures (Dai-Ichi Life, Nippon Life...), depuis le déchaînement de la crise bancaire, les mutuelles japonaises ne trouvent plus de prêteurs sur les marchés internationaux compte tenu de leurs notations. Le tableau n° 4 récapitule la notation de leur solidité financière émise par l'agence Standard & Poor's à l'époque. Exception faite des plus grosses mutuelles, leurs seules ressources externes non monétaires au Japon sont aussi en contraction. La dette subordonnée, placée habituellement auprès des sociétés financières du *keiretsu* et des banques, ne trouve plus preneur dans la majorité des cas. Ces dernières, en particulier, n'ont plus les moyens de placer leurs rares ressources liquides en titres risqués et mal notés dans le ratio Cooke. Malgré un allègement considérable des mises en réserves régle-

mentaires qui aurait dû alléger les charges, le cycle illiquidité/dégradation de la solvabilité joue à plein régime et exerce de lourdes pressions déflationnistes sur le marché boursier.

Tableau n°4
Notes Standard & Poors connues au milieu de l'année 1998 :
critère de solidité financière

Nippon	AA (id)	Asahi	BBB- (BB+)	Taiyo	A (id)
Dai-Ichi	Bbpi (A)	Mitsui	BBB- (BB+)	Kiyoei	BBB (B+)
Sumitomo	BBB (id)	Yasuda	BBB- (A-)	Daido	A+ (id)
Meiji	A+ (id)	Chiyoda	Bpi (id)	Toho	Bpi (id)
<i>(par ordre décroissant de la taille des bilans)</i>				Nippon Dentai	Bpi (id)

NB 1 : Entre parenthèses = les dernières notes connues en mars 2000.

NB 2 : « An insurer rated 'BB' or lower is regarded as having vulnerable characteristics that may outweigh its strengths. Precisely, an insurer rated 'BB' has marginal financial security characteristics. Positive attributes exist, but adverse business conditions could lead to insufficient ability to meet financial commitments ».

108

La faillite de Nissan Life a finalement accru les tensions sur la liquidité du marché monétaire. En 1998, les institutions d'assurance-vie ont réduit leur position agrégée de prêteurs nets de plus de moitié (Bank of Japan, 1998). Ces chiffres intègrent le cas exceptionnel de Nippon Life⁴⁶. Sans disposer de chiffres, on peut penser sans grand danger que la plupart de ses concurrents sont devenus emprunteurs nets. On sait, en particulier, qu'il existe au moins huit compagnies dans une situation proche ou comparable à celle de Nissan Life. L'absence de normes de solvabilité et de supervision efficaces, et l'opacité du secteur d'activité protègent encore ces institutions de la banqueroute. Mais plusieurs cas de faillites ont déjà éclaté, pour le moment dissimulés par des opérations de rachat, la plupart du temps par des institutions étrangères. La situation ne devrait toutefois plus pouvoir durer très longtemps.

L'assurance-vie japonaise et le risque systémique : une institution conçue comme un nœud de stabilité des comportements micro-économiques

Dans l'acception classique, l'assurance-vie n'est pas susceptible de réaliser un risque systémique, d'abord parce qu'elle ne participe pas directement au fonctionnement du système de paiement, ensuite parce qu'elle est particulièrement protégée contre le risque d'illiquidité : ces institutions financières reçoivent des passifs longs et placent en actifs liquides, tous leurs actifs sont des titres mobilisables et la rémunération des passifs est corrélée aux performances enregistrées à l'actif⁴⁷.

Les institutions d'assurance-vie sont naturellement amenées à gérer une contrainte de liquidité croissante qui les fragilise, pour des raisons

liées à la démographie et à la maturité du marché. Pour peu que cette contrainte se resserre, l'excédent des charges d'assurance sur les encaissements conduit l'assureur à liquider ses actifs. Comme on l'a vu dans le cas du Japon, le contexte macroéconomique offre un cadre adéquat pour enclencher la spirale illiquidité - dégradation de la solvabilité. Sa dynamique peut encore être nourrie par certaines spécificités réglementaires propres au cadre juridique. Ainsi, au Japon, on distingue trois éléments techniques majeurs qui ont nourri ce cycle, soit en rapprochant cette contrainte de liquidité, soit en dégradant directement la solvabilité des institutions. Ils vont dans le sens contraire des hypothèses avancées plus haut. Il s'agit de dysfonctionnements dans la gestion actif / passif et dans la supervision, de la liquidité réduite des actifs des mutuelles d'assurance-vie japonaises⁴⁸, de la possibilité technique de retraits importants des passifs par résiliation des contrats d'au moins deux ans⁴⁹.

Le risque de liquidité est une hypothèse réaliste dans l'assurance-vie japonaise. En même temps, cette activité joue un rôle essentiel dans la stabilité du système financier et influence profondément l'activité économique réelle. A l'instar de la banque, elle n'est pas « une industrie comme les autres ». Elle est un nœud de relations microéconomiques concentrées en son sein par la relation de confiance et la capacité de prévoyance qu'elle offre. Elle est en même temps un lieu de déséquilibres potentiellement importants susceptibles de briser cette confiance et de réaliser un risque systémique.

Le risque systémique se définit comme « *l'éventualité pour une économie qu'apparaissent des états dans lesquels les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques individuels, amènent à élever l'insécurité générale* » (Aglietta & Moutot, 1993).

Il y a trois véhicules du risque systémique dans un système financier. Le système de paiement et le crédit intermédié sont les deux premiers. Parce que sa fonction est de les gérer, ils font de la banque une institution particulièrement vulnérable et dont la stabilité est une préoccupation essentielle. Les marchés financiers sont le troisième véhicule du risque systémique. Dans un système financier déréglementé, par définition, toutes les institutions y participant sont susceptibles de nourrir le risque systémique. Ainsi, au Japon, les assureurs-vie sont à la fois des investisseurs institutionnels majeurs sur les marchés de titres, et des intervenants très actifs sur le marché monétaire, sur lequel ils sont traditionnellement prêteurs nets. De part la taille de leurs portefeuilles obligataires et en devises, ce sont aussi des acteurs essentiels au fonctionnement des marchés de produits dérivés. Dans cette optique, ce qui rend ces institutions particulières, par rapport aux autres sociétés financières non bancaires existantes, c'est l'association de leur taille à l'extrême concentration du secteur⁵⁰. A quelques exceptions près, ce nombre

réduit d'intervenants se double encore d'une forte homogénéité des structures d'actifs et des modes de gestion individuels. Pouvoir de marché, concentration, homogénéité, ces trois caractéristiques confèrent aux institutions d'assurance-vie japonaises un rôle majeur dans la stabilité et dans le développement des marchés financiers. A l'inverse, elles nourrissent les comportements mimétiques et accroissent considérablement le risque de déstabilisation des cours. Cette situation rend leur surveillance primordiale.

L'impact systémique d'un défaut dans l'assurance-vie s'exerce aussi directement sur les comportements macroéconomiques réels via deux canaux : (1) celui de l'épargne longue et (2) celui de la stabilité des relations capitalistiques.

1 - Les institutions d'assurance-vie japonaises gèrent en direct une partie des retraites complémentaires capitalisées - retraites individuelles et contrats de groupe - et indirectement, une partie substantielle des fonds de pension privés et publics. La constitution d'une épargne dans un but de retraite ou d'acquisition d'un logement est le socle sur lequel s'élaborent les choix de consommation des ménages. La confiance que l'épargnant peut accorder aux institutions qui la gère compte pour beaucoup dans la stabilité des comportements de consommation et donc, sur l'ensemble des équilibres de long terme de l'économie nationale. L'idée selon laquelle seule l'intermédiation bancaire est propice à la réalisation du risque systémique, parce qu'elle transforme des passifs courts en actifs longs, n'est que partiellement vraie. En réalité, toute activité de transformation contient un risque systémique, parce qu'elle implique la confiance dans le temps. La propagation du doute sur la solvabilité de l'institution gestionnaire de l'épargne longue, conduit à l'insécurité générale - définition même du risque systémique - et passe typiquement par les réflexes de précaution violents dans les comportements de consommation. Quand elle se double d'une crise bancaire, plus que d'un ajustement de la propension à consommer que l'on observerait dans un modèle de cycle de vie, c'est fondamentalement de la capacité de la société dans son ensemble à organiser l'épargne longue qu'il s'agit.

2 - Sur le plan de l'organisation institutionnelle de l'économie japonaise, les assurances-vie jouent un rôle structurant particulier. A l'exception de Dai-Ichi, toutes sont intégrées à un *keiretsu*. Avec la banque, elles gèrent l'organisation des participations croisées et la disponibilité des prêts aux grands projets industriels. Leur montée en puissance depuis la fin des années 1970 est corrélée avec le développement des marchés financiers. Jusqu'à la moitié des années 1990, la croissance des encaisses de primes vient encore renforcer la confiance conférée à la nature de leurs passifs. Leur statut de mutuelle les protège contre tout rapprochement hostile. Il leur confère également le double avantage d'obligations

de publication superficielles et d'une grande élasticité dans les contraintes de constitution des quasi fonds propres... sur le principe de la responsabilité illimitée des adhérents.

Les canaux, par lesquels les assureurs-vie influent sur leur environnement, sont donc en partie différents de ceux qu'empruntent les comportements bancaires. Il peut s'agir du véhicule de la richesse valorisée par les marchés financiers. Plus directement ancrés dans les comportements réels, les institutions d'assurance-vie japonaises doivent aussi être comprises comme un pôle de stabilité pour les ménages - comme réceptacles de l'épargne longue - et pour l'organisation de l'appareil de production - comme nœud de relations financières et industrielles. Un défaut sur ces institutions, que ne manquerait pas de provoquer l'inaction du superviseur, peut plonger une partie de l'économie dans l'incertitude, avec les conséquences déstabilisantes que cet état implique sur les comportements individuels.

*Défaillances de la réglementation et abandon du superviseur :
des négligences coûteuses qu'il va falloir payer*

La gestion des institutions d'assurance-vie japonaises est l'exemple même des distorsions de comportement, auxquelles peuvent conduire des formes de collusion entre le décideur public et une institution financière privée. Elles forment, jusqu'à la première moitié des années 1990, un oligopole organisé au cœur du ministère des Finances, mais dont le nœud est éclaté entre plusieurs directions. Les interventions du département international et celles du *banking bureau* visent à organiser des interventions conjointes sur les changes et le bouclage financier d'opérations de stabilisation sur le système bancaire. La contrepartie est le maintien du cloisonnement et d'une faible pression concurrentielle dans le secteur. Le bureau des assurances travaille en symbiose avec les mutuelles, mais dans une position de faiblesse par rapport à ces dernières. Il gère son pouvoir discrétionnaire étendu en concertation étroite avec celles-ci, qui lui apportent l'information, la maîtrise et le jugement technique dont elle est dépendante. Cette organisation d'ensemble explique en partie le laxisme de la supervision sur cette activité. Les pratiques commerciales, à l'évidence en contradiction avec les principes de bonne gestion, ne sont à aucun moment réprochées par l'administration. En particulier, la loi interdisant le financement des intérêts sur les polices et les contrats capitalisation par la réalisation de gains en capital est contournée avec la bienveillance du ministère des Finances. Il ferme les yeux devant le recours massif aux fonds *Tokkin*, qui permettent de transformer juridiquement les plus-values en flux d'intérêt, tolère un taux de reversement des surplus d'assurance de 99 % et la redistribution immédiate des réserves de bénéfices sur la revalorisation du capital. Ces

deux dernières opérations, en principe autorisées à titre exceptionnel, sont au cours des années 1980 validées systématiquement par le superviseur. Elles relèvent sensiblement le taux effectif global des contrats émis.

Les concessions de libéralisation signées en décembre 1996, dans le cadre des accords OMC Services financiers, coupent à la base l'équilibre des relations entre le ministère des Finances et les assureurs. Si des tensions étaient apparues en 1995, fin 1996 la promesse d'une libéralisation totale du marché de l'assurance-vie à l'horizon 2001 fait entrer les mutuelles en conflit ouvert et violent avec les autorités de tutelles. De fait, toutes les formes implicites de solidarité sont remises en question, au sein du marché, avec le ministère des Finances et au cœur des *keiretsu*. Sur ce dernier point, on n'aboutit pas nécessairement au délaitements des relations de groupe. Par contre, l'organisation oligopolistique de l'assurance-vie est ébranlée, le fragile équilibre relationnel entre les quatre premières institutions⁵¹ et les autres n'ayant plus de support. La faillite de Nissan Life rompt définitivement les anciens liens entre les mutuelles et le ministère des Finances. En refusant d'intervenir, celui-ci réfute l'hypothèse souvent induite dans les états de collusion entre le décideur public et l'agent privé d'une garantie du premier en cas de défaillance du second.

Pourtant, les anciennes formes de régulation du marché ne sont pas vraiment remplacées. Notamment, les nouveaux ratios de solvabilité mis en place depuis 1996 sont un leurre⁵². Comme pour les fonds de pension privés japonais, fortement sous-capitalisés, les autorités craignent l'impact récessif d'un resserrement du cadre prudentiel. La récente réforme du système de protection des assurés⁵³, accompagnée d'une garantie publique sur les engagements transférés à sa structure de cantonnement, sont deux premières réponses importantes. Elles sont toutefois insuffisantes, compte tenu de l'état du secteur. En particulier, si le nouveau régulateur, la FSA, ne renforce pas sa supervision, le maintien en activité d'institutions insolvables risque de générer un aléa moral puissant sur celles-ci. La requête du *Financial Reconstruction Committee* à la FSA lui demandant d'inspecter et de faire un rapport de la situation financière de toutes les mutuelles va dans le bon sens, si parallèlement une réforme profonde du système comptable est engagée. Car la défiance vis-à-vis de l'institution d'assurance-vie profite essentiellement à son *leader*, Nippon Life et à la branche financière de La Poste. Sur le plan macroéconomique, surtout, cette situation nourrit la dynamique déflationniste et l'instabilité bancaire via l'accélération du processus de liquidation des actifs et l'élévation du risque moyen de défaut.

Impensable il y a encore deux ans dans le pan le plus opaque de la finance japonaise, une seconde réponse a cru être apportée au début de 1998, par l'accord conclu entre Toho Life et l'américain GE Financial Assurance. Il pouvait se résumer par l'achat du douzième assureur

japonais au yen symbolique par une institution financière étrangère⁵⁴. Depuis, la FSA a bloqué la procédure et demandé la liquidation de Toho Life. Les pertes initialement déclarées se sont révélées deux fois supérieures, de l'ordre de 600 milliards de yens, soit 14 % des actifs... Les soubresauts de la vente de la structure de liquidation de Nissan Life (AOBA Life) sont tout aussi préoccupants. AIG qui s'était porté acquéreur a ensuite refusé. L'accord a finalement été conclu en été 1999, avec l'assureur français Artémis (Groupe Pinault Printemps). Les pertes constatées sont assurées par le fonds mutuel de garantie de la profession et par les assurés eux-mêmes, et le reste des actifs est cédé pour 25 milliards de yens sans clause de partage des pertes. Depuis, Heiwa Life SA - du fameux Shibuya group - a dû accepter une prise de participation de 33 % de l'américain Aetna International Life en contrepartie d'apports nouveaux en argent frais. Au cours de 1999, Daihyaku Life a conclu un accord avec un assureur américain du type de celui qu'avait tenté d'établir Toho Life avec AIG. Enfin, le sauvetage de Kiyoei Life par l'assureur dommage Dai-Ichi⁵⁵, la souscription massive de Tokai bank à une émission massive de TDS par Chiyoda Life pour doubler ses fonds propres, sont révélateurs de la fragilité de plusieurs grandes institutions d'épargne longue que sont les assurances-vie.

*L'ALÉA MORAL DE LA GESTION JAPONAISE DE LA CRISE
SUR LE SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL*

113

Les forces qui sous-tendent la dynamique du yen : une dynamique instable

L'évolution du yen, sur la période 1997-98, est directement influencée par la situation du système financier japonais, en particulier des banques et des institutions d'assurance-vie.

Entre le retournement de la devise américaine au printemps 1995 et la correction de Wall Street en août 1998, la devise nippone se sera dépréciée de près de moitié. Elle atteint ainsi, au cours de l'été, 150 yens pour un dollar. Si jusqu'au premier trimestre 1997, cette évolution est essentiellement la résultante d'un mouvement du dollar⁵⁶, la poursuite de la dégringolade du yen de 20 % encore jusqu'à l'été 1998 est difficilement justifiable sur le plan macroéconomique. En sens inverse, les corrections à partir du 2 septembre et du 7 octobre de la même année sont encore plus brutales puisqu'en moins d'un mois, la devise nippone retrouve son niveau de début 1997, soit une appréciation de plus de 20 % vis-à-vis du dollar (graphique n° 9). Le percement de la bulle spéculative à New-York et sur les principaux marchés matures au cours de l'été 1998, l'enlisement des économies asiatiques dans leurs tâches de réorganisation des circuits de financement et des appareils de production nationaux et surtout, ancrés sur ces évolutions, les dénouements de positions à terme considérables, constituées dans un but spéculatif, sont à la source de la réévaluation

massive de la devise nipponne. Néanmoins, il ne faut pas en déduire que la distorsion de change, observée sur l'exercice 1997-98 est la conséquence des seules pressions spéculatives. Les multiples opérations médiatiques, organisées conjointement entre les autorités japonaises et américaines jusqu'à juin, pour provoquer un retournement du taux de change n'ont pas les effets escomptés. Il en est de même des 20 milliards de dollars, dépensés dans le cadre de l'intervention unilatérale de la Banque du Japon, en avril 1998. Il convient donc de s'interroger sur la crédibilité du mouvement spéculatif sur cette période. Deux interprétations existent.

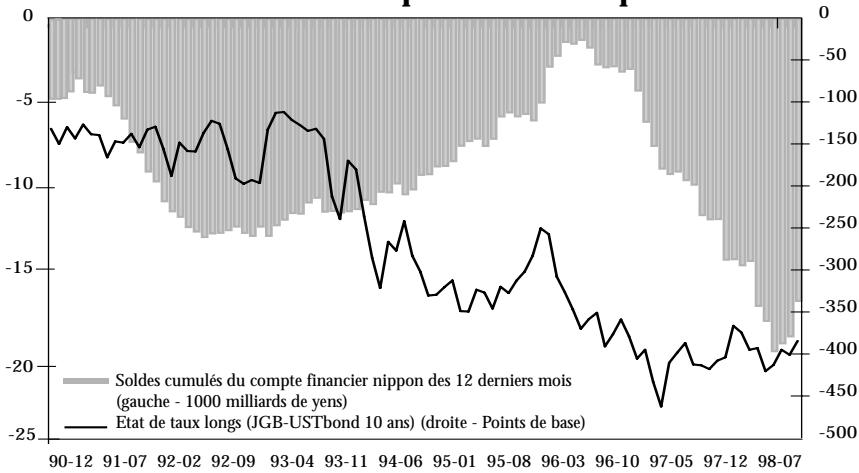
La première, de type purement macroéconomique, réside dans la situation du Japon au regard des autres économies est-asiatiques après l'effondrement de leurs taux de change. Après le renversement conjoncturel du printemps 1997, le secteur des exportations est le seul facteur contribuant encore à la croissance. La chute de la demande d'importations des pays de la région, et les gains de compétitivité change acquis par la concurrence sud-coréenne, représentent donc une véritable menace pour l'économie japonaise. Dans ce schéma, la baisse du yen permet de contrer le deuxième effet et en même temps, de compenser la chute du commerce intra-asiatique, par une relance des exportations japonaises vers les Etats-Unis et l'Europe. Cette idée est encore soutenue par un *output-gap* important que l'on observe au Japon, qui rendrait un choc sur la demande particulièrement efficace⁵⁷. Ces préoccupations ont certainement dû être prises en compte dans les anticipations des intervenants sur le marché des changes. Il ne faut pourtant pas surestimer leur impact. En particulier, l'écart continu entre le taux de change à terme sur cette période et le FEER indique que le débat sur la faiblesse du yen dépasse largement les questions d'ajustement des grands équilibres économiques⁵⁸.

Une seconde interprétation de la dépréciation continue du yen jusqu'à l'été 1998 peut être formulée. La dégradation continue de l'économie japonaise et la nature particulière des problèmes qui sont à sa source, auraient joué comme une couverture implicite contre toute appréciation du yen. C'est l'approche privilégiée ici.

L'indécision et le « court-termisme » qui caractérise la manière dont est gérée la crise financière par les autorités nipponnes est la conséquence d'un double blocage institutionnel. Dans les négociations au niveau des instances politiques, les luttes partisans entre le PLD, sa branche la plus conservatrice et l'opposition diluée empêchent tout accord sur un plan de sauvetage du système bancaire. Le règlement de la faillite de LTCB, la « banque du PLD » illustre l'absence de rationalité économique dans les prises de décision des dirigeants politiques. La complexité et la nature parfois douteuse des rapports entre les autorités administratives, politiques et les banques privées est le second blocage institutionnel majeur. Elle s'est encore obscurcie avec le renforcement du dispositif d'actions précoces et des sanctions pénales pour fautes de gestion. Là encore, pour

l'observateur extérieur il est difficile de donner un diagnostic sur l'issue du bras de fer. L'incertitude dans laquelle il est plongé le conduit à adopter deux comportements possibles. Soit il adopte l'opinion générale du marché, soit il se cale sur le scénario de la politique du pire.

Graphique n° 8
Les sorties de capitaux hors du Japon



Source : Feri

115

Compte tenu des dégâts économiques durables, causés par le rationnement du crédit et la rigidité des comportements microéconomiques face aux tendances déflationnistes, le FEER devient un repère discutable. Plus, le changement d'attitude des investisseurs dans un contexte d'incertitude renforce les effets mimétiques en faveur d'une appréciation du dollar. Sans modification du cadre institutionnel, l'orientation des anticipations n'est pas remise en question. Leur mode d'ajustement s'apparente à celui d'un comportement à parité des taux d'intérêt couverte. Mais la couverture est ici implicite. Elle est nourrie par un flot continu de mauvaises nouvelles, sur la dégradation à vue de la conjoncture et de la solvabilité apparente des banques. Les sorties de capitaux se fondent sur le maintien des rendements moyens, sur les marchés japonais à un bas niveau et d'un risque économique élevé sur un horizon indéfini, mais susceptible d'être assez éloigné. Cette dynamique est auto-renforçante, puisque la dégradation du compte financier de la balance des paiements nipponne, contribue au gonflement de la bulle des actions à Wall Street et sur les places européennes. Deux phénomènes corroborent ce schéma explicatif :

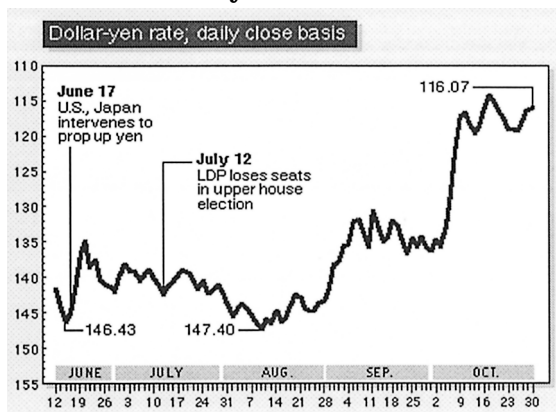
- l'arbitrage de rendements donne lieu à la constitution d'une couverture de change partielle en temps normal. Dans le mouvement de fuite des capitaux et d'anticipations de dépréciation certaine de la devise

nipponne sur 1997-98, les investisseurs basés en yens semblent s'être au contraire peu couverts contre un risque de retournement. Si les institutions d'assurance-vie japonaise en particulier, cherchent à accroître leur couverture de change⁵⁹, celle-ci représentait en moyenne 20 % de la part des seuls dépôts en devises au terme du premier trimestre 1998⁶⁰. De fait, elles répondaient à un changement dans la réglementation sur l'utilisation des options de change. Cette croyance est d'autant plus forte que la situation du système bancaire et financier japonais est caractérisée par une tension extrême sur la liquidité en yens, en même temps que par des difficultés croissantes à lever des ressources en devises.

- le *yen carry trade*, qui avait commencé avec le retournement du dollar en 1995, s'est intensifié par la suite. Dans la version la plus simple, il consiste à acheter des titres d'Etat américains à l'aide d'une dette en yens à taux flottant. Cette stratégie a été massivement utilisée par les fonds d'arbitrage pour financer leurs opérations en Asie, en Russie et en Amérique Latine. Il est impossible de mesurer la pression exercée sur le yen par ces stratégies. Néanmoins, le FMI (1998-mai) souligne que les volumes qui y ont été consacrés ont fortement augmenté depuis 1996. En particulier, après la crise asiatique, on a pu voir, lors de la faillite du fonds LTCM, qu'ils ont nourri des prises de position à fort effet de levier sur le marché obligataire américain et sont venus avec les investissements japonais nourrir la bulle spéculative à Wall Street.

On peut avoir une idée de la nature des anticipations de dépréciation du yen en observant ce qui s'est passé après l'intervention conjointe sur le marché des changes, de la Réserve fédérale américaine et de la Banque du Japon (*cf.* graphique n° 9). C'est la première opération à réussir. C'est pourtant la moins coûteuse.

Graphique n° 9
L'évolution du yen au cours de l'été 1998



Source : Bloomberg

Avec 2 milliards de dollars, la Banque du Japon et la Fed réussissent à renverser la tendance du yen pendant quelques semaines. Le maintien de la devise nippone à un niveau proche des 150 yens nourrissait un risque de crise de change majeure dans la région. Devant la baisse du yen, la Chine risquait de subir une attaque, via Hong-Kong, qu'elle aurait eu du mal à juguler, et qui aurait entraîné l'ensemble des économies de la zone. En même temps, les options de change indiquaient une pression croissante sur le yen, avec un risque de déstabilisation du marché⁶¹.

L'intervention de la Réserve fédérale américaine le 17 juin, s'apparente à une action de prêteur en dernier ressort international. En s'associant à la Banque du Japon dans des opérations de marché, elle permet aux investisseurs de reformer leurs anticipations. Surtout, alors que nombre d'interrogations s'ouvraient sur la manière dont elle devait gérer la bulle des prix d'actifs qui se formait sur les marchés en dollar, son intervention est un coup de semonce. L'exacerbation des déséquilibres financiers internationaux et sur les marchés d'actifs, largement nourrie de la crise asiatique et des effets induits de la crise japonaise, doit trouver une première barrière dans la stabilisation du yen. L'avertissement que constitue l'intervention de la Fed ne débouche pas sur un renversement des anticipations sur le marché des changes. Les effets sont indirects puisqu'ils affectent l'ensemble du schéma d'investissement qui prévalait alors, avec au premier rang, la baisse des perspectives de rendement sur les marchés matures, dont les marchés de référence américains. Au cours de l'été 1998, Wall Street aura perdu un cinquième de sa valeur. Avec les répercussions déflationnistes de la crise asiatique qui émergent, l'ajustement est alors perçu comme durable. Comme le notera le directeur du *Banking bureau* japonais, Eisuke Sakakibara, c'est une crise du dollar qui s'ouvre en août 1998. Mais si celui-ci perd du terrain devant toutes les devises, le choc négatif sur les rendements aux Etats-Unis conduit à un retournement particulièrement brutal de la devise nippone, passant en quelques séances de 145 à 130, puis à 115 yens. Parmi les premiers vendeurs sur les marchés américains et de changes, on trouve les deux investisseurs institutionnels japonais étudiés plus haut et les fonds d'arbitrage.

Derrière l'idée d'une « crise du dollar », l'ajustement violent du yen suggère une interprétation plus globale de l'origine des déséquilibres apparus. Sa problématique s'associe à celle des déficiences générées par un SMI inorganisé, dont les interdépendances ne sont pas gérées de manière concertée sur un plan global. En la matière, l'impact de la crise financière japonaise sur son équilibre est un cas d'école.

Les déséquilibres nourris par l'aléa moral japonais

La gestion de la crise bancaire et financière au Japon aura posé un véritable problème de régulation pour le système monétaire et financier

international. En refusant obstinément d'enclencher une restructuration en profondeur du système financier, les autorités japonaises ont implicitement assuré le maintien des bas rendements sur les marchés japonais et nourri la faiblesse du yen. Cette situation a, en retour, généré une forme d'aléa moral au niveau international via deux canaux.

1 - Sur le plan macroéconomique, la faiblesse du yen et la dépression au Japon ont compliqué la stabilisation de la région Est asiatique. La faiblesse de la demande japonaise a pesé sur les perspectives de croissance via la demande d'importations nippones. Surtout, la dépréciation du yen a exacerbé le risque systémique localisé sur le verrou de Hong-kong. En rendant réaliste la menace chinoise de dévaluation, la faiblesse du yen a créé une forte pression sur les devises de la région, rendant encore plus difficile la réorganisation du système financier en Asie Orientale. La faiblesse du yen a également eu un impact négatif sur la croissance aux Etats-Unis et en Europe.

2 - La crise financière japonaise, via la faiblesse des taux d'intérêt nationaux, a été un facteur amplificateur des déséquilibres financiers internationaux et sur les marchés de capitaux. Elle a entretenu la bulle des prix d'actifs par la fuite de l'épargne et le gonflement des portefeuilles en devises. L'évolution du yen, couplée aux taux d'intérêt nationaux très bas, ont également offert aux fonds d'arbitrage une précieuse source pour alimenter leurs opérations à puissant effet de levier.

Si, depuis, le yen s'est redressé, les déséquilibres que son évolution a nourri sur 1997-98 sont demeurés un certain temps des facteurs potentiels de déstabilisation du système monétaire et financier international.

D'abord, le dénouement des opérations de *yen carry trade* a provoqué la rapide appréciation du yen, mais aurait aussi pu affecter la stabilité des marchés obligataires américains. Sans chercher à surévaluer leur importance, on se remémorera l'épisode de la faillite de LTCM, qui avait aussi largement profité des taux bas japonais pour financer ses opérations spéculatives, puis ses pertes massives apparues avec l'éclatement de la crise asiatique.

L'importance des positions prises par ces fonds est telle que la forte remontée du yen et le choc sur les marchés américains auraient pu rendre le coût de la couverture des pertes antérieures et corrélativement le maintien, sinon l'accroissement du portefeuille de titres américains insoutenables à court terme.

Il est à cet égard important de noter que la violence des deux ajustements du yen, en septembre et en octobre 1998 et corrélativement, la réduction de la liquidité des marchés de la dette publique américaine, sont en partie leur fait, en même temps que la prise de conscience des risques accumulés par ces fonds.

Ensuite, compte tenu de la liquidité réduite du système bancaire et

financier nippon, les évolutions erratiques du yen auraient pu avoir une influence non neutre sur la gestion de leurs placements internationaux. En particulier, les banques et les mutuelles d'assurance-vie japonaises sont parmi les plus importants investisseurs institutionnels sur les marchés américains. Les secondes surtout placent massivement leurs disponibilités dans les émissions de titres du Trésor US.

Dans le cas d'une crise locale, ces marchés jouent le rôle de refuge, c'est-à-dire de poumon pour la liquidité du système financier international. En conséquence, leurs forces de propagation de l'instabilité sur les marchés d'actif tiers et sur les changes est le risque systémique issu de l'instabilité des prix d'actifs par excellence.

La surveillance des comportements des institutions les plus actives sur ces marchés est, par conséquent, un sujet de préoccupation essentiel pour tous les organismes de supervision⁶². Or, le retrait rapide de quelques institutions japonaises, avec l'éclatement de la bulle sur les marchés boursiers en août 1998, ajouté à la mise sous tutelle, mi-septembre, du fonds LTCM, fortement engagé sur les marchés de taux, ont montré qu'une déstabilisation des marchés les plus liquides était un scénario loin d'être irréalisable. En particulier, les assurances-vie, surtout celles de taille moyenne, ont été parmi les premières à s'être retirées, du marché obligataire et à vendre leurs comptes en dollars. Compte tenu du fait qu'elles ont peu couvert leurs positions de change, le retournement du taux du yen les a incitées à vendre à terme massivement de la devise américaine pour tenter de rattraper les pertes en capital potentielles. Cette prise de risque élevé a nourri l'envolée du yen. Surtout, elle a illustré le puissant risque systémique qui est demeuré en germe jusqu'à 1999, date à partir de laquelle la FRC a demandé à la FSA d'étudier la situation financière des assurances- vie japonaises.

119

Plus généralement, la détermination qu'a montré le Gouvernement japonais à en finir avec la crise financière tout au long de 1999 a réduit la préférence pour la liquidité des investisseurs internationaux et stabilisé leurs comportements.

A ce titre, l'annonce du vote d'un plan de stabilisation pour l'ensemble du système bancaire, en contrepartie de la fermeture définitive de la LTCB, a été le premier signe positif donné aux marchés financiers. Une réponse de la manne publique à l'instabilité générée par les institutions d'assurances-vie doit toutefois être apportée en parallèle. Elle est actuellement discutée à la Diète.

En outre, la phase de réduction des taux d'intérêt dans les principaux pays riches, ouverte le 29 septembre avec la Fed, a eu un effet stabilisateur particulièrement puissant. Enfin, les performances spectaculaires de l'économie américaine et de Wall Street sur l'année ont, semble-t-il,

permis d'absorber les déséquilibres qui persistaient encore sur les marchés de taux matures fin 1998.

De l'expérience japonaise et de ses implications internationales, plusieurs leçons peuvent être tirées. Parmi elles, une des plus importantes est que l'inertie des autorités dans la gestion de la crise bancaire pose un véritable problème de régulation pour la finance globalisée. L'aléa moral qu'elle génère a produit des déséquilibres financiers considérables que les marchés n'ont pu absorber que grâce à la réduction des taux d'intérêt en Europe et aux Etats-Unis, et à la dynamique inespérée de l'économie américaine. Comme le montre l'exemple de l'épisode de la crise japonaise de 1997-98, la stabilité du système monétaire et financier international a les propriétés d'un bien public et sa gestion concerne l'ensemble des systèmes de paiement qui y participent. De ce point de vue, la gestion de la crise bancaire japonaise par les autorités locales jusqu'à l'automne 1998 est l'exemple même d'un déni de responsabilité devant la scène internationale. Il montre encore une fois l'ambiguïté qui naît avec l'ouverture économique, où l'impératif de la co-responsabilité, se heurte de plus en plus violemment avec l'accroissement des échanges financiers, à des structures politiques locales souveraines. L'impératif d'une réorganisation du système monétaire et financier international est tardivement ressenti. Outre les aspects relatifs à la politique de réglementation prudentielle - comme les normes de solvabilité, les règles de transparence, les règles de bonne gestion et l'organisation de la supervision - sur lesquels nous ne reviendrons pas, c'est de l'organisation du prêteur en dernier ressort qu'il est aussi question. La montée du risque systémique en septembre a montré clairement qu'il ne peut exister de prêteur en dernier ressort international viable en cas de crise majeure, pour la simple raison qu'il n'existe pas une seule monnaie mondiale dans laquelle tous les échanges se font. Les chocs successifs sur la préférence pour la liquidité des investisseurs internationaux entre l'été et octobre 1998, qui ont conduit ces derniers à opérer un mouvement de retranchement de leurs activités sur leur monnaie de base, mettent en évidence le caractère artificiel et conventionnel du dollar comme monnaie internationale. Pour tout agent, la liquidité absolue est la monnaie émise par le système de paiement auquel il appartient et elle seule. C'est en s'appuyant sur ce constat que le système monétaire international pourra se réorganiser sur des principes viables. L'un d'eux est la nécessité d'une participation active et sous une forme moins hiérarchisée que par le passé, sinon de l'ensemble des banques centrales, du moins des principaux instituts d'émission existants à la gestion de la liquidité internationale. L'émergence de l'euro et l'achèvement de la crise financière au Japon y contribueront peut-être.

NOTES

1. Economic Planning Agency (Direction de la prévision).
2. Le lecteur pourra s'y référer tout au long de ce document. Les données de bilans et de comptes de résultat sur le système bancaire et parabancaire japonais utilisées dans cet article sont tirées des rapports annuels « Financial Statement of all Banks » de l'Association des Fédérations bancaires (« *Zenginkiyō* »). La nomenclature japonaise des comptes de résultats a été recomposée pour la rapprocher du découpage français. La nouvelle base de données utilisée dans ce document est le résultat de ce retraitement comptable. Ce travail ayant été effectué à un niveau de détail grossier, le calcul du PNB, doit être considéré comme une estimation de son véritable niveau.
3. Economic Planning Agency (1997) : *Main Economic Indicators*, february.
4. C'est en moyenne ce qui ressort des comptes prévisionnels des grandes banques commerciales au moment des publications des premières estimations des comptes de l'exercice 1996-97.
5. Le nombre de faillites augmente de 30 % en moyenne entre le premier et le second semestre 1997.
6. Sur ce point, voir Contamin & Lacu (1998).
7. Les plus-values latentes sur valeurs mobilières en portefeuilles sont intégrées dans le calcul des fonds stables complémentaires du ratio Cooke à hauteur de 45 %.
8. Ministry of Finance of Japan (1998).
9. Il s'agit là des pertes sur réévaluations d'actions et obligations. Elles fonctionnent comme une contrainte de provisionnement systématique et défiscalisée. En effet, leur inclusion dans le calcul des revenus d'opérations sur titres réduit le périmètre du produit net bancaire, donc les revenus d'exploitation avant provisionnements sur lesquels se fonde la fiscalité des établissements bancaires (au Japon les provisions pour créances douteuses ne sont pas fiscalement déductibles). En cas de pertes d'exploitation, l'équivalent de la reconstitution des fonds propres au-dessus du minimum réglementaire est la provision.
10. Ce qui n'était pas le cas dans l'expérience de 1992-93, quand devaient être appliqués les premiers ratios d'adéquation du Comité de Bâle, en mars 1993 (Ito et Sasaki 1998).
11. Dans un premier temps, le dépôt de bilan de Yamaichi ne résultait pas d'une insolvabilité de la maison de titres, mais de son illiquidité. Ça n'est que plus tard qu'elle est devenue insolvable.
12. La prime sur les banques japonaises, le *Japan premium*, se calcule en faisant la différence entre le LIBOR et le TIBOR adossés au dollar, le plus souvent sur 3 mois d'échéances.
13. Bank of Japan (1998). Au plus fort de la crise, la prime de risque sur les taux à 1 mois a dépassé les 150 points en moyenne sur les nouvelles émissions (Bloomberg Databank).
14. En moyenne. Source : British Bankers' Association, mimeo.
15. Le passif du bilan de la banque centrale, c'est-à-dire la base monétaire, s'est élargi de +66,5 % sur 1997-98. Les créances sur l'économie et au Gouvernement émises en contrepartie de la monnaie centrale - opérations sur le marché monétaire - ont crû de 60 % sur la même période (Bank of Japan 1998).
16. Dans le tableau, la réduction de 45 % des revenus de commissions est essentiellement le fait des banques de fiducie, qui ont été lourdement affectées par la déréglementation financière.
17. Sur les 19 grandes banques, seules Bank of Tokyo-Mitsubishi, dont les réserves latentes étaient les plus importantes, Mitsubishi Trust & Bank et IBJ ont maintenu la comptabilisation aux plus bas cours.
18. Site internet de la FSA.
19. Selon l'Agence du Territoire national, le prix du terrain dans les grandes agglomérations a baissé de -5,3 % en 1997, contre -4,8 % l'année précédente. Le foncier à usage commercial sur l'ensemble du territoire a encore chuté de -7,9 % sur la même période, contre déjà -9,4 % l'année précédente.
20. Chiffre calculé sur l'année écoulée.
21. A cadre comptable inchangé, les encours nets des provisions sont passés de 8 700 milliards de yens en mars 1997 à 1 700 milliards un an plus tard. Cette réduction de l'ordre de 7 000 milliards de yens est à comparer avec les 9 500 milliards passés en provisions exceptionnelles.
22. Contre 6 mois auparavant. Agence financière pour l'Asie (1998) : *L'ajustement du cadre prudentiel aux normes internationales*, note n°471-2/CL, 15 janvier, Tokyo. A la fin de l'exercice 1997-98, la supervision du système bancaire est conjointement exercée par l'Agence de supervision du système financier (FSA) -qui doit officiellement entrer en fonction à partir d'avril 1998 - et les anciennes tutelles, dont le ministère des Finances.

23. La définition officiellement admise des prêts classés en catégorie II est floue et essentiellement utilisée comme un instrument de gestion analytique. Appartiennent à cette classe de créances, celles émises auprès de sociétés exerçant leur activité principale dans des secteurs en crise, dont la société a déjà connu des difficultés de paiement et plus largement, les prêts devant faire l'objet d'un suivi particulier.
24. Japan Enterprises Development, Japan Landic Corp. Et la plus grosse, Japan Leasing Corp.
25. En tout, les institutions de dépôt devront absorber 2 700 milliards de yens de pertes nettes nouvelles sur ces seules sociétés.
26. Cette estimation de l'époque se situe donc autour de l'approximation effectuée plus haut, en intégrant les prêts à risque et un montant supérieur de 30 %.
27. La loi américaine prévoit que le provisionnement d'une opération de restructuration se calcule en fonction du taux de marché sur le terme du crédit au moment de la négociation. La différence entre les revenus actualisés calculés avec ce taux et ceux constatés doit être provisionnée et reconnue douteuse.
28. ...c'est-à-dire via le canal de l'instabilité des cours sur les marchés financiers (cf. supra).
29. Banque of Japan (1997) & (1998).
30. Cf. infra tableau n° 2.
31. Cf. tableau n° 6 en annexe.
32. *Nihon Keizai Shimbun* du jeudi 17/09/1998 « Striking rate gap in Tokyo call money market ».
33. On renverra le lecteur à l'historique du cadre prudentiel en France depuis le milieu des années 1980, dont l'organisation a plus évolué par apprentissages successifs qu'elle ne fut façonnée en un seul coup. Le même constat peut être avancé pour le Système bancaire et des Caisses d'épargne américain, qui a connu des ratées avant la remise à plat d'août 1989 et le vote de la *FIRRE Act* du Président Bush (Barth 1991).
34. Les dernières dispositions étant arrêtées en janvier 1998 pour l'épisode qui nous intéresse.
35. Ministry of Finance of Japan (1998).
36. Ces contre-mesures sont, pour les plus importantes, le changement des règles de valorisation des actifs - évoqué dans la partie précédente - et le délai d'application de la nouvelle hiérarchie des normes d'intervention préventive.
37. Article 2 de la Loi sur la Banque du Japon : « Outre le premier objectif, la Banque doit assurer le bon déroulement des opérations de règlement entre les institutions financières, dont les banques de second rang, c'est-à-dire contribuer à la préservation de la stabilité du système financier. » (traduction libre).
38. La Banque du Japon est autorisée à effectuer des prises / mises en pension (Repo) dans le cadre de ses opérations d'*open market* depuis novembre 1997 (Article 27 de ses statuts).
39. Celle-ci retient que le PDR doit assurer l'accès illimité à la liquidité, mais à un prix élevé, aux banques illiquides mais solvables. Friedman et Schwartz (1969) et Meltzer (1986) ont raffiné cette doctrine en spécifiant deux conditions d'application complémentaires. Dans les prêts garantis, les collatéraux doivent être valorisés au prix d'avant-crise, afin de redonner un horizon d'anticipation aux banques encore actives. Ces actions doivent aussi être conduites parallèlement avec la mise en faillite des institutions insolubles, afin d'éviter l'introduction dans leurs comportements bancaires d'un aléa moral en termes de prises de risque excessives.
40. Brièvement, ils suggèrent que le PDR doit intervenir via des opérations d'*open-market* pour accroître le stock de monnaie centrale. En outre, dans cette proposition, l'hypothèse-clé est que les agents privés sont plus capables de discriminer les institutions financières solvables que la banque centrale. Les opérations bilatérales qui consistent d'un côté à ouvrir la fenêtre de l'escompte à une banque et de l'autre à stériliser son effet sur la liquidité du marché monétaire dans son ensemble sont mauvaises, parce qu'elles coûtent cher, ne permettent pas d'accroître le stock disponible de monnaie centrale et obligent la banque centrale à décider de la qualité de chaque institution et donc, à décider de sa survie. Parallèlement, le système de garantie des dépôts doit être chapeauté par le PDR. Il joue donc le rôle d'un substitut au portefeuille diversifié d'un large réseau bancaire.
41. CDC Flash (1998) : *Le recul de la distribution de crédit au Japon : quelles explications ?*, n°98-76, juin. Les encours de billets de trésorerie ont augmenté de 19 % en glissement annuel fin juillet 1998 à 12 300 milliards de yens (Bank of Japan (1998) : *Monthly report of recent economic developments*, september).
42. Peu de données sur l'exercice 1997-98 sont utilisées ici. Elles viennent d'être publiées et posent des problèmes de compréhension par rapport à celles de 1996-97 qui ne nous permettent pas de les utiliser ici.
43. Source : International Financial Review du 8 avril 1989 in Meyer (1996).

44. La valorisation de tous les actifs est effectuée à la valeur d'acquisition.
45. Life Insurance Association of Japan, mimeo - Tokyo.
46. Cette dernière représente 25 % du marché à elle seule et par rapport aux autres assureurs, avait conduit une politique de croissance relativement prudente pendant la décennie passée.
47. Goodhart & alii. (1998).
48. Sur l'ensemble des institutions d'assurance-vie, les obligations japonaises constituent moins de 20 % des actifs totaux, contre 18 % pour les actions et 35 % à 40 % en moyenne pour les prêts. Si, bien sûr, cette structure demeure plus souple que celle des banques, son degré de liquidité réel est très inférieur à ceux constatés pour les institutions semblables des autres pays de l'OCDE. En particulier, jusqu'à cette année, les règles de diversification des actifs sont fines et contraignent fortement la capacité de mobilisation des fonds placés. Le portefeuille obligataire est composé en partie d'emprunts publics d'échéances peu liquides supérieures au *benchmark*. Il est aussi largement composé de titres de dette subordonnée non négociables. Le compartiment le plus liquide est le portefeuille d'actions. Outre le poids, la gestion des participations du *keiretsu*, les valeurs financières, très dépréciées, en représentent une large partie.
49. D'autres conditions sont applicables. Il faut seulement retenir que le scénario de course aux guichets, dans le schéma bancaire, connaît son équivalent sous une forme moins violente dans l'assurance nippone.
50. 23 % de l'épargne nationale est concentrée dans quinze institutions d'assurance-vie.
51. Nippon Life, Dai-Ichi, Sumitomo et Meiji Life concentrent 60 % des actifs détenus par les assureurs-vie.
52. Il s'agit d'une norme inspirée du RBC américain. Les méthodes de pondération et de calcul des risques financiers sont fortement contestés. Elles sont aussi virtuellement sans effet tant que la comptabilisation des actifs représentatifs des réserves d'assurance continuera d'être effectuée au coût d'acquisition. L'intégration des plus-values latentes sur titres de valeurs mobilières et des actifs immobiliers à hauteur de 90 % et 85 %, sans prise en compte à titre égal des pertes non réalisées pose un problème d'évaluation de la solvabilité proche de celui posé par le ratio Cooke dans le domaine bancaire.
53. Loi générale de réforme du système Financier, votée en avril 1998, crée un système d'assurance des contrats-vie (Policyholder's Protection Corp. (PPC), dont le but est, en cas de faillite d'un assureur, de fournir une aide financière à la société reprenneuse, ou s'il n'y en a pas, de transférer ses éléments de bilan sous son autorité, avec des conditions de contrat modifiées selon l'évolution des taux de base bancaire. Le plafond de compensation est de 90 % des réserves constituées en passif au moment de la faillite ; le financement est assuré par des cotisations annuelles. Au cas où les besoins financiers nécessaires au respect des engagements contenus dans les contrats transférés excéderaient les réserves de la PPC, cette dernière pourrait effectuer des opérations d'emprunt, mais dont les montants n'excéderaient pas les capacités des assureurs membres. Jusqu'au 31 mars 2001, l'Etat se portera garant des emprunts.
54. Cet accord a conduit en avril 1998 à la création d'une nouvelle compagnie d'assurance-vie japonaise, dont l'actionariat doit évoluer progressivement de 50/50 à 10/90 en faveur de l'institution américaine. La nouvelle compagnie acquiert tout le réseau de Toho et toutes les nouvelles polices souscrites. Elle bénéficie aussi de l'ensemble des services administratifs de Toho. En contrepartie, cette dernière sera réassureur de la filiale et recevra 70 milliards de yens, ajouté à 120 milliards reçus en dette subordonnée.
55. Sous forme d'échange de participations croisées et de souscription par Dai-Ichi F&M à 13 milliards de yens de dette subordonnée de Kiyoei Life.
56. Le dollar évoluera dans les mêmes proportions contre toutes les devises du G10 jusqu'à mi-1997.
57. Les estimations du taux de croissance potentielle du Japon divergent sensiblement d'une méthode à l'autre. Krugman (1998) présente les différents résultats publiés par l'OCDE et le FMI et discute leurs méthodes. Il suggère un écart à la croissance potentielle supérieur à 5 %, soit un taux supérieur aux 1,2 % et 3 % avancés par les deux institutions internationales.
58. BRI (1998d). Les estimations du FEER yen / dollar effectuées en janvier 1998 évoluent entre 100 pour l'IIE et 124 pour la PPA ajustée de la productivité de Goldman Sachs.
59. *NihonKeizai Shimbun* du lundi 7 septembre 1998 « *Tokyo currency option trade jumps more than 20 % in '98 first half* ».
60. Life Insurance Association of Japan (1998) : juin, mimeo, Tokyo.
61. BRI (1998d).

62. C'est dans cette perspective qu'il faut comprendre l'action de prêteur en dernier ressort de la Réserve Fédérale le 17 juin 1998. C'est aussi pour cette raison que l'administration américaine s'est toujours intéressée de près à l'évolution de la crise financière japonaise.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. et MOUTOT P. (1993), Le risque de système et sa prévention, Cahiers économiques et monétaires, n°41, Paris.
- Bank of Japan (regular issue), *Flow of funds*, Tokyo.
- Bank of Japan (1997), *Money market structure and the japanese payment systems*, avril, mimeo, Tokyo.
- Bank of Japan (1998), *Annual Review*, Tokyo.
- BARTH J.R. (1991), *The great Savings and loans debacle*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, AEI Special analysis, 91-1, University Press of America Lanham, Washington D.C.
- BORIO C.E.V. et VAN DEN BERGH P. (1993), « The nature and management of payment system risks : an international perspective », *BIS Economic papers*, n°36, février, Bâle
- BRI (1998a), *The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending, first half*, Bâle, janvier.
- BRI (1998b), *Consolidated international banking statistics*, several issues, Bâle.
- BRI (1998c), *International banking and financial markets developments*, several issues, Bâle.
- BRI (1998d), *68^{ème} rapport*, 1er avril 1997 - 31 mars 1998, Bâle.
- BROWN S.J., GOETZMANN W.N et PARL J. (1998), « Hedge funds and the asian currency crisis of 1997 », NBER Working paper, n°6427, février.
- CARGILL Th.M. et ROYAMA Sh. (1990), The evolution of japanese banking and finance, in ed. KAUFMAN G. : *Banking structures in major countries*, Kluwer Academic Publishers, North Carolina, Chapel Hill.
- CARGILL T., HUTCHINSON M. et ITO T. (1997), *The political economy of japanese monetary policy*, MIT Press, Cambridge
- CONTAMIN R. et LACU C. (1998), « Origines et dynamiques de la crise asiatique », in ed. ouvrage collectif : *L'Année de la Régulation*, La Découverte, Paris.
- CUKIERMAN A. et MELTZER A. H. (1986), « The Credibility of Monetary Announcements », in ed.
- MELTZER A.H., CUKIERMAN A. et RICHARD S.F. (1991) : *Political economy*, Oxford University Press, New York.
- DODWELL MARKETING CONSULTANTS (1997), *Industrial Grouping in Japan : The Anatomy of the Keiretsu*, 12^{ème} édition.
- EDWARDS F.R. et MISHKIN F.S. (1995), « The decline in traditional banking : implications for financial stability and regulatory policy », *Federal reserve bank of New York economic policy review*, july.
- EICHENGREEN B. et MATHIESON D. (1998), « Hedge Funds and Financial Market Dynamics », IMF Occasional Paper, n°166.
- EICHENGREEN B. et PORTES R. (1987), « The anatomy of financial crises », in ed. Portes R. et Swoboda A.K. (1987) : *Threats to international financial stability*, Cambridge University Press, New York.
- FRIEDMAN M. et SHWARTZ A. (1969), *A monetary history of the United States : 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton.
- GEOFFRON P. et RUBINSTEIN M. (1997), « Restructuration financière au Japon : entre prêteur en dernier ressort et solidarités bancaires », *Revue d'économie financière* n°43, octobre.
- GOODHART Ch., HARTMANN Ph., LLEWELLYN D., ROJAS-SUAREZ L. et WEISBROD S. (1998), *Financial Regulation. Why? How and where now?* Bank of England, Routledge Press, London.
- GUTTENTAG J. et HERRING R. (1984), « Credit rationing and financial disorder », *Journal of finance*, n°5, vol 34, décembre.
- IMF (1997a), « International capital markets - Developments, prospects and key policy issues », novembre, IMF, Washington.

- IMF (1997b), « World Economic Outlook - Interim assessment : crisis in Asia - Regional and global implications », décembre, IMF, Washington.
- IMF (1998), « World Economic Outlook », plusieurs numéros, IMF, Washington.
- ITO T. et SASAKI Y.N. (1998), « Impact of the Basle capital standard on Japanese banks behavior », NBER Working paper, n°6730, septembre.
- KRUGMAN P. (1998), « It's Back ! Japan slump and the return of the liquidity trap, mimeo », <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>
- LACU.C. (1997), « La déréglementation financière au Japon », for ed. Guillouët A., *Revue d'économie financière*, n°43, octobre.
- LACU C. (1999) « La crise bancaire japonaise et l'instabilité financière mondiale », *La lettre du CEPII* n°175, janvier
- LINDGREN C.J., GARCIA G. et SAAL M.I. (1996), « Bank soundness and macroeconomic policy », IMF, Washington D.C.
- MEYER Cl. (1996), *La puissance financière du Japon*, Economica, Paris.
- MINISTRY OF FINANCE OF JAPAN (1996), *Hojin Kigyō Toei Nempo*, Tokyo.
- MINISTRY OF FINANCE OF JAPAN (1998), « *Reforms to the Financial Regulatory System*, several documents », 533rd
- WILTON PARK CONFERENCE, 2 septembre, Washington.
- MINISTRY OF HEALTH & WELFARE OF JAPAN (1998), *White paper / Annual report on health and welfare*, Tokyo.
- MISHKIN F.S. (1996), « Understanding financial crises : a developing country perspective », NBER Working paper, n°5600, may, Cambridge, Massachusetts.
- OCDE (1996), « Japon, Etudes économiques de l'OCDE », décembre, Paris.
- OSUGI K. (1990), « Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective », BIS Economic papers, n°26, Bâle.
- UEDA K. (1995), « Institutional and regulatory frameworks for the main bank system », in eds AOKI M. et PATRICK H. (1995), « *The Japanese main bank system*, Clarendon Press Oxford, New York.
- Zenginkyo (1996, 1997, 1998), *Analysis of financial statements of all banks*, Federation of Bankers Association of Japan, Tokyo.

