

LA CRISE BANCAIRE JAPONAISE ET L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE MONDIALE

Depuis deux ans, l'approfondissement de la crise financière japonaise fait peser de nombreux risques sur le système financier international. Cette crise a amplifié les sorties de capitaux, en direction des économies émergentes d'Asie où elles ont alimenté des bulles spéculatives, puis en direction des places occidentales, notamment américaines, où elles ont contribué à la hausse des cours boursiers et accru la probabilité d'un retournement brutal. Jusqu'en septembre dernier, ces sorties de capitaux ont provoqué la chute du yen et augmenté les risques d'une dévaluation chinoise et de nouvelles dépréciations dans les pays d'Asie en crise. Depuis, la tendance s'est inversée sans pour autant traduire un changement profond des perspectives japonaises. Tant qu'aucun programme crédible d'assainissement ne sera mis en place, rien ne permet d'exclure un nouvel effondrement du yen.

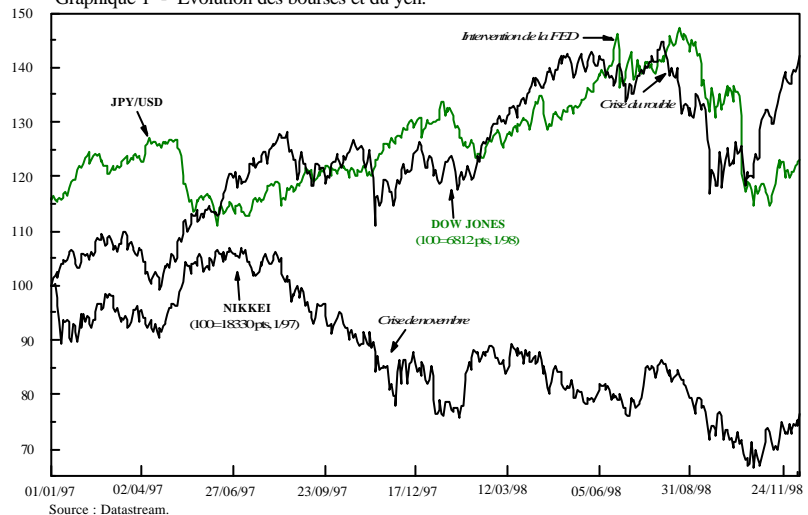
■ La finance japonaise au cœur de l'instabilité en Asie

Le Japon connaît, depuis 1991, une phase de ralentissement économique qui apparaît comme la plus profonde et la plus longue de l'après-guerre. Ce ralentissement se double d'une crise bancaire qui n'a cessé de s'amplifier tout au long de la décennie. En 1997, dans un contexte de rechute de l'activité provoquée par le resserrement de la politique budgétaire, les difficultés du secteur bancaire japonais ont pris une dimension internationale.

Cette rechute de la croissance s'est traduite par une interruption du redressement de la bourse de Tokyo puis par son repli (graphique 1). Celui-ci est intervenu alors que l'introduction de normes de solvabilité plus strictes et une supervision renforcée obligeaient les banques à divulguer et à absorber en un temps record leurs pertes encore dissimulées. En générant des pertes d'exploitation immédiates et en faisant disparaître les plus-values latentes sur lesquelles l'assainissement devait être financé, la chute de la bourse a immédiatement contracté l'activité bancaire. Cette contraction du crédit a alors affecté fortement les programmes de prêts en devises à l'Asie.

Jusque là, les banques japonaises s'étaient massivement engagées dans la région. Au début des années 1990, l'ouverture des systèmes financiers asiatiques était intervenue alors que, au Japon, la crise larvée et la baisse des taux d'intérêt incitaient les banques à rechercher de meilleurs rendements à l'étranger. Le rythme d'accumulation soutenu et les taux d'intérêt élevés des économies émergentes d'Asie avaient alors attiré la manne financière japonaise¹. Celle-ci a aggravé les dysfonctionnements sur les marchés locaux du

Graphique 1 - Evolution des bourses et du yen.



1. Au milieu des années 1990, le système bancaire japonais était le premier créancier extérieur de la zone, 39% des engagements internationaux de l'Asie étant détenus par les banques nippones (source BRI *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lendings*, 1998).

crédit et, dans certains cas, contribué à la formation de bulles financières et immobilières.

Au cours de l'année 1997, l'instabilité du crédit international à la zone et une dégradation de ses perspectives de croissance ont favorisé le repli des banques japonaises. Ce retrait a provoqué, ou révélé, une solvabilité dégradée de la dette privée asiatique. L'insolvabilité s'est progressivement concentrée dans les bilans de systèmes bancaires locaux déjà fragiles et a conduit l'ensemble de l'Asie à une instabilité financière à l'origine du déclenchement de la crise².

En retour, la crise asiatique s'est propagée au Japon à travers plusieurs canaux. Tout d'abord, elle a enrayé la seule composante dynamique de la demande. Les exportations vers l'Asie, qui représentaient jusqu'à 40% des débouchés extérieurs du Japon, ont fortement chuté dès le second semestre 1997. Ensuite, la crise asiatique a accru, bien que de façon relativement minime, les créances douteuses des banques nippones. Surtout, elle a provoqué une rechute de la bourse, à l'origine, en novembre 1997, d'une série de faillites financières de grande ampleur. La maison de titres Yamaichi, notamment, a été contrainte de cesser ses activités à la suite d'un défaut de trésorerie. Cet incident sur un fleuron de la finance japonaise a brisé la confiance dans le soutien de l'Etat au système financier et dans les solidarités inter-entreprises au sein des groupes (les *keiretsu*).

■ De la crise financière à la dépression

A partir de ce moment là, les mécanismes qui ont enfoncé plus encore le Japon dans la dépression, et qui continuent aujourd'hui à peser sur la croissance, peuvent être schématisés de la façon suivante. En premier lieu, les fortes tensions sur la liquidité bancaire, apparues à la suite de la faillite de Yamaichi, jouent un rôle important, la priorité absolue accordée à la reconstitution des réserves de liquidités renforçant la contraction du crédit. En deuxième lieu, la dégradation des exportations, la forte contraction de la demande publique et le ralentissement attendu de la croissance mondiale pèsent sur les cours des valeurs industrielles. L'évaporation des plus-values latentes sur les actions détenues par les banques ampute leurs fonds propres (tableau) dès lors que les banques ne peuvent plus réaliser ces profits exceptionnels en vendant leurs titres et ne peuvent plus compter sur l'incorporation de 45% des plus-values latentes pour accroître leur ratio

Tableau - La solvabilité du système bancaire

	Au 31/03/98		17 grandes banques		17 grandes banques	
	Système bancaire mds de yens	en %*	mds de yens	en %*	mds de yens	en %*
(a) Prêts douteux nets estimés ¹	18 850	3,70	13 574	3,90	14 642	n.d.
- dont déclarés	9 871	2,00	6 263	1,80	7 331	n.d.
- dont encours non-répertoriés estimés ²	8 979	1,70	7 311	2,10	7 311	n.d.
(b) (a)/Revenu brut d'exploitation de base ³		4,44 ans		4,9 ans		n.d.
(c) Plus-values latentes sur titres déclarées	5 307	-	2 460	-	-2 763	-
(d) Indicateur de solvabilité absolue = fonds propres + (c) - (a) ⁴	9 257	1,01	2 363	0,43	-3 586	-0,66

Sources : Zenginkyo et Financial Supervisory Agency.

* (a) en % des prêts ; (d) en % des actifs.

1. Définition *Financial Supervisory Agency* des prêts douteux (créanciers faillis, arriérés supérieurs à 3 mois et prêts restructurés). Les encours bruts sont déduits des provisions constituées en compte spécial.

2. Définition américaine, estimations basses de l'auteur.

3. RBE moyen (1994-1998) aux normes françaises hors opérations sur titres.

4. Hors réévaluation des actifs immobiliers.

Cooke. Ainsi, *via* les ratios de solvabilité, la chute du cours des actions accentue plus encore le rationnement du crédit. En troisième lieu, l'augmentation des faillites industrielles grossit les encours de créances douteuses des banques. Enfin, les comportements de fuite vers la qualité s'amplifient. Les banques reportent leurs placements sur la dette publique, ce qui contribue à la baisse des taux à long terme et à l'aplatissement de la courbe des rendements. Cet aplatissement constitue une nouvelle source de fragilité du système bancaire puisqu'il pèse sur ses marges d'intermédiation en réduisant l'écart entre le coût des ressources et la rémunération de l'actif. Au niveau des ménages, une rémunération de l'épargne quasi nulle et un risque accru sur les dépôts pèsent, d'une part, sur la consommation finale et, d'autre part, sur la liquidité bancaire via le raccourcissement des termes des dépôts et leur fuite vers le système postal. L'élévation du risque économique perçu par l'ensemble des agents renforce ces mécanismes de contraction de l'activité et de baisse des rendements.

Dans ces enchaînements, l'incapacité du politique à mettre en œuvre un programme cohérent d'assainissement a eu une responsabilité centrale. Face à cette paralysie, l'agence de surveillance (*Financial Supervisory Agency*) et la Banque du Japon n'ont pu que tenter de préserver la liquidité du système de paiement pour éviter que la crise ne s'amplifie. D'un côté, l'organisme de surveillance a été contraint de suspendre le resserrement programmé de la réglementation, pour prévenir l'implosion du système bancaire sous le poids de ses déséquilibres. De l'autre, la Banque du Japon a dû céder, à partir de novembre 1997, des volumes de liquidités considérables sur le marché monétaire pour éviter son assèchement³. Ces interventions ont permis de limiter la dégradation du système bancaire et ses effets immédiats sur l'activité, mais le véritable assainissement a été, une fois de plus, différé.

2. Voir Rémy Contamin et Cyrille Lacu, "Origines et dynamique de la crise asiatique", in ouvrage collectif *L'année de la régulation* vol. 2, La Découverte, Paris, 1998.

3. Le passif du bilan de la banque centrale s'est élargi de +66,5% sur 1997-1998 (source : Bank of Japan, *Annual Report*, 1998).

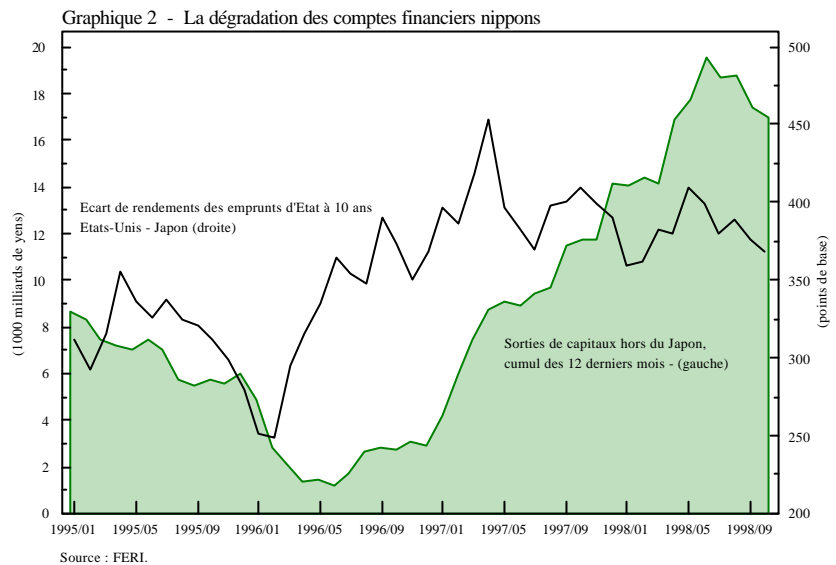
■ La chute du yen et les risques sur le SMI

Tant que la crise financière n'est pas résolue, les prix d'actifs au Japon apparaissent surévalués par rapport au flux de revenus qu'on peut en attendre. Le poids des actifs japonais dans le portefeuille mondial doit donc baisser. Cette baisse peut se réaliser soit par un ajustement de la valeur interne du prix des actifs, soit par un ajustement du niveau du yen. Le jugement porté sur les capacités politiques à réaliser la restructuration des bilans des institutions financières joue ici un rôle déterminant. Un jugement négatif signifie qu'il ne faut pas attendre une contraction rapide de la valeur interne des actifs. L'ajustement doit porter alors sur le yen : c'est ce que l'on a observé du début 1997 jusqu'à l'été 1998.

Le déphasage des cycles entre une conjoncture américaine bien orientée et une économie japonaise en récession ne peut en effet expliquer, à lui seul, l'ampleur de l'ajustement qui a eu lieu sur cette période (graphique 1). Cet ajustement résulte d'une profonde défiance des intervenants vis-à-vis du Japon. Dès lors que ces derniers n'anticipaient pas de réformes susceptibles d'enrayer la poursuite de l'enlisement financier, ils étaient convaincus que les rendements japonais ne se redresseraient pas. Les sorties de capitaux se sont amplifiées. Cette hémorragie est apparue d'autant plus déstabilisante qu'elle a contribué au gonflement du niveau d'activité sur le marché obligataire américain et à la bulle des actions à Wall Street, tandis que la bourse de Tokyo se repliait (graphique 1). Cette divergence des évolutions boursières a validé les anticipations de dépréciation du yen et entretenu la chute de la monnaie nippone. En outre, malgré l'importance des sorties de capitaux hors du Japon, l'écart entre les taux de référence américain et japonais est resté à un niveau élevé (graphique 2), dû à la vigueur de la croissance américaine et, surtout, au bas niveau des taux de référence japonais lié à la fuite vers les titres publics⁴.

Dans le contexte de la crise asiatique, la dégradation de la situation financière du Japon et la chute du yen ont pris une dimension internationale alarmante. En provoquant des pressions spéculatives sur l'ancrage de la devise de Hongkong, donc sur le yuan chinois, la dépréciation du yen a exacerbé les tensions sur l'équilibre des changes en Asie. Or la banque centrale nippone n'a pas la capacité de

défendre sa monnaie. Comme on l'a vu, sa politique monétaire est contrainte par la crise bancaire. Pour ne pas accroître les difficultés des banques, elle doit maintenir très bas le niveau des taux d'intérêt à court terme. Dans ces conditions, toute intervention de soutien au yen doit être stérilisée par une injection de liquidités sur le marché monétaire. Or ces liquidités sont placées en titres publics – provoquant une baisse des taux longs – ou directement recyclées sur le marché des changes. C'est finalement l'intervention de la Réserve Fédérale américaine, entreprise le 17 juin pour enrayer les risques de contagion régionale, qui a permis de stopper la chute du yen⁵. Les pressions extérieures se sont organisées peu après, pour contraindre



les parlementaires japonais à travailler à un plan de stabilisation d'urgence, alors même que le risque de défaut sur la onzième banque japonaise, la LTCB, devenait manifeste.

Dès lors, la perspective d'un plan de restructuration a fait apparaître sur les marchés l'espoir d'un rétablissement de la vérité des prix des actifs par une baisse de leur valeur interne. Ce phénomène a favorisé, au cours de l'été 1998, la stabilisation du change. Il a même autorisé, à l'automne, un retournement du yen lorsque la crise financière s'est aggravée dans d'autres parties du monde.

■ Un yen réapprécié, mais une sortie de crise incertaine

La remontée du yen, à partir de septembre 1998, est d'abord liée à l'élévation du risque sur d'autres marchés, après l'effondrement du rouble et de Wall Street le 17 août. Ensuite, le déficit courant record des Etats-Unis et la baisse

4. Cf. *supra*. Le rendement d'Etat à 10 ans est passé de 2,4% à 1,7% au cours de l'exercice 1997-98, puis a chuté jusqu'à 0,78% en septembre 1998, avant le redressement du yen.

5. La devise nippone était alors proche des 150 yens pour un dollar et les cours d'option laissaient présager un nouvel effondrement du yen. Voir BRI, *68ème Rapport annuel*, Bale, 1998.

de leurs perspectives de croissance ont conforté cette tendance.

La violence de l'ajustement observé peut s'expliquer par plusieurs facteurs de nature financière. Tout d'abord, le défaut du fonds américain LTCM a fait prendre conscience du risque systémique porté par ces institutions, provoquant de fortes tensions sur la liquidité des marchés obligataires américains et accentuant la baisse du dollar. Ensuite, les fonds d'arbitrage avaient, depuis 1996, abondamment recouru au **yen carry trade** pour financer leurs opérations à fort effet de levier⁶ ; dans cette configuration, le retournement du yen a déclenché des dénouements de positions en chaîne fortement déstabilisateurs. Enfin, la violence de l'ajustement s'explique par l'aléa moral qui affecte le comportement des banques. Alors que celles-ci sont globalement illiquides et insolubles⁷, un approvisionnement en monnaie centrale, non discriminant et peu coûteux, les avait incitées, jusqu'à l'été 1998, à tenter de redresser leur situation en gonflant leur portefeuille international, principalement en dollars. Au retournement du yen, pour se couvrir contre le risque de pertes en capital et éviter leur mise en défaut, elles ont brutalement inversé leurs positions en vendant massivement des dollars à terme. Le retournement de la trajectoire du yen ne provient donc pas d'une véritable amélioration des perspectives japonaises. Certes, en septembre dernier, un plan de stabilisation du système bancaire a été voté et le redressement du yen a été favorisé par l'optimisme qui a suivi. Ce plan prévoit une enveloppe globale de 60 000 milliards de yens (12% du PIB) avec, à la clé, la liquidation de la LTCB. Il risque, pourtant, d'être inefficace notamment parce qu'une remise à niveau des normes comptables et de gestion prudentielle fait toujours défaut.

Tout d'abord, le volet relatif au traitement des faillites comporte un double écueil. Les lacunes de la réglementation ne permettent pas de détecter systématiquement les banques insolubles, mais seulement les cas extrêmes. Ensuite, le volet de recapitalisation est fondé sur l'adhésion volontaire des banques. Sans révision de la réglementation, les banques n'ont aucune incitation à révéler leur situation financière et à estimer objectivement leurs besoins. La seule solution retenue pour les faire souscrire a été d'assouplir les conditions d'accès aux fonds publics. Pour l'heure, les grandes banques n'ont demandé

que des montants modestes et assez comparables d'une banque à l'autre, alors que leurs besoins sont très divers⁸. La méthode retenue retarde ainsi la consolidation du secteur et, finalement, le maintient dans des conditions d'exploitation fragiles.

Si l'on considère que l'objectif du plan est seulement de diminuer à court terme le rationnement du crédit, et non d'assainir véritablement les banques, le diagnostic n'est guère plus favorable. Les mesures de recapitalisation, prises en mars 1998, n'ont pas eu les effets attendus sur le crédit ; il existe bien d'autres facteurs que les contraintes en capital, susceptibles de peser sur l'offre de crédit (fuite des dépôts hors du système bancaire, préférence des banques pour les titres publics plus sûrs, volonté d'accroître leur rentabilité en sélectionnant mieux les emprunteurs).

Deux éléments viennent renforcer l'appréciation négative que l'on peut porter sur ce plan. Tout d'abord, le programme d'assainissement est financé par émission monétaire et non par des titres publics. Même si cette solution est transitoire, elle va exacerber les difficultés causées par l'excès d'épargne au Japon, en aplatissant plus encore la courbe des rendements et en pesant sur le change. Ensuite, le plan d'expansion budgétaire de 24 000 milliards de yens promis par le gouvernement n'est pas encore bouclé, et les véritables dépenses supplémentaires sont en fait bien moindres. La formation d'une demande solvable susceptible d'assurer une reprise saine du crédit n'est donc pas assurée et l'offre de titres publics reste insuffisante pour assécher une épargne surabondante et redresser la courbe des rendements.

Au début de l'année 1999, l'économie japonaise en est donc toujours, peu ou prou, au même point et demeure une source majeure d'instabilité du système monétaire international. La force actuelle du yen ne traduit en rien des perspectives plus favorables au Japon et n'est peut être que temporaire. Le seul moyen de contenir les risques de déstabilisation du système financier international par le Japon est ainsi, plus que jamais, la mise en place d'un plan d'assainissement cohérent qui allie le resserrement du cadre prudentiel et la consolidation bancaire, dans un même programme financé par l'emprunt public et associé à une réelle expansion de la demande publique. Un tel plan supposerait une volonté et un pouvoir politiques qui font, aujourd'hui encore, cruellement défaut.

Cyrille Lacu

6. Dans sa version la plus simple, cette stratégie consiste à acheter des titres d'Etat américains à partir d'emprunts en yens à taux flottant et d'échéance courte ou moyenne. Voir FMI, **World Economic Outlook**, mai, 1998.

7. Cf. tableau : l'indice de solvabilité absolue des 17 grandes banques, qui mesure leur valeur nette comptable aux prix du marché est passé de +0,43% des actifs en mars 1998 à -0,66% en septembre.

8. Sur les 25 000 milliards de yens à disposition, les demandes atteignent moins de 6 000 milliards (1,2% des actifs).

LA LETTRE DU CEPII

REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Jean-Claude Berthélemy
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Stéphanie Guichard
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
REALISATION :
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F TTC
Europe 305 F TTC
Autres pays 305 F HT

Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD
1^{er} trimestre 1999
Janvier 1999

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.