

QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DE LA CRISE FINANCIÈRE JAPONAISE POUR LA CRISE ACTUELLE ?

MARIANNE RUBINSTEIN *

L'une des caractéristiques notables du capitalisme financier est la fréquence élevée des bulles spéculatives sur les marchés d'actifs et des désordres économiques qui suivent leur explosion. Jusqu'alors, ces désordres économiques ont toutefois été contenus dans les pays développés, à l'exception du Japon qui a connu, après les explosions de la bulle boursière en 1989 et de la bulle immobilière en 1991, la crise la plus longue et la plus profonde depuis l'après-guerre. La gravité des dommages subis par les banques a fait du Japon une exception parmi les pays développés (cf. tableau 1 ci-après) et le pays s'est trouvé pris dans le cercle vicieux de la déflation par la dette dont il peine à se remettre : après la « décennie perdue » 1992-2002, il a certes renoué avec la croissance depuis 2003, mais à un taux plus de deux fois inférieur à celui atteint avant l'explosion des bulles.

251

Or, ce qui frappe à première vue, c'est la proximité de la crise actuelle avec la crise japonaise. Dans les deux cas, il s'agit d'une crise dont l'épicentre est le marché immobilier et qui se propage immédiatement au secteur bancaire. Dès lors, quels enseignements peut-on tirer de l'étude du précédent japonais ? Et comment éviter que le scénario de l'enlisement économique se reproduise ?

Tout d'abord, nous rappellerons l'enchaînement causal qui a conduit l'archipel nippon de la crise bancaire à la crise économique.

* Université Paris VII et Centre d'économie de l'université Paris Nord (CEPN).

Cet article s'inspire d'une présentation effectuée par l'auteur à la « Journée d'étude sur la crise bancaire et financière » du 8 décembre 2008 organisée par le Laboratoire d'économie dionysien de Paris VIII (LED) et le CEPN.

Ces mécanismes de transmission mis en évidence, nous nous interrogerons ensuite sur la pertinence d'une comparaison entre la crise actuelle et celle que connut le Japon dans les années 1990. Nous verrons qu'il existe de nombreuses similitudes entre les deux - ce qui légitime les craintes de l'enlisement économique -, mais que les leçons de l'expérience japonaise peuvent peut-être contribuer à éviter le pire.

Tableau 1
Coût de sauvetage du système bancaire pour divers pays

Date	Pays	Coût (en % du PIB)
1980-1982	Argentine	55
1997-2002	Indonésie	55
1990-2003	Chine	47
1996-2000	Jamaïque	44
1981-1983	Chili	42
1997-2002	Thaïlande	35
1993-1994	Macédoine	32
2000-2003	Turquie	31
1977-1983	Israël	30
1997-2002	Corée du Sud	28
1988-1991	Côte d'Ivoire	25
1991-2003	Japon	24
1994-1995	Venezuela	22
1998-2001	Équateur	20
1994-2000	Mexique	19
1997-2001	Malaisie	16
1992-1994	Slovénie	15
1998-2003	Philippines	13
1994-1999	Brésil	13
1995-2000	Paraguay	13
1989-1991	Tchéquie	12
1997-1998	Taiwan	12
1991-1994	Finlande	11
1989-1990	Jordanie	10
1991-1995	Hongrie	10
1990-1993	Norvège	8
1991-1994	Suède	4
1988-1991	États-Unis	3

Source : Caprio G., Klingebiel D., Laeven L. et Noguera G., « Banking Crisis Database », Banque mondiale, octobre 2003.

DE LA CRISE FINANCIÈRE À L'ENLISEMENT ÉCONOMIQUE : LE CAS JAPONAIS

Après avoir rappelé le contexte dans lequel la crise a éclaté, nous reviendrons sur les principales étapes de la crise bancaire, avant de détailler les deux mécanismes par lesquels cette crise bancaire a conduit le Japon dans un enlèvement durable : le rationnement du crédit et la déflation par la dette.

Le contexte

La crise financière japonaise a couvé dans un contexte de déréglementation financière et d'excès de liquidités.

La déréglementation financière

Avant la déréglementation financière, le système financier japonais était très segmenté. Les banques, *via* le système de la banque principale, fournissaient un crédit abondant dont elles contrôlaient l'usage. L'activité bancaire présentait peu de risques :

- les taux créditeurs et débiteurs étant strictement contrôlés, le risque de taux était quasi nul ;
- le risque de transformation était limité dans la mesure où les maturités des actifs et des passifs bancaires étaient réglementées par le cloisonnement du système bancaire ;
- enfin, le risque de défaut était faible dans le cadre des relations de long terme propres au système de la banque principale.

La concurrence entre banques portait principalement sur les parts de marché. L'organisation du système bancaire, connue sous le nom de « convoi sous escorte », incluait le sauvetage d'une banque en difficulté par une banque en bonne santé, en contrepartie de faveurs accordées par le ministère des Finances, notamment en termes d'octroi de parts de marché (Hoshi, 2002).

La déréglementation financière, qui débute dans les années 1970 mais connaît une accélération dans les années 1980, modifie radicalement le paysage financier. Les banques, par manque d'expertise et par collusion d'intérêts, s'exposent à un risque accru.

D'abord, elles perdent leurs interlocuteurs privilégiés que sont les grandes entreprises. En effet, ces dernières diversifient à la fois leurs sources de financement et leurs fournisseurs de services financiers, ce qui constitue à la fois une perte financière et informationnelle pour les banques. Pour compenser la perte de leurs clients traditionnels, les *city banks*¹ et les banques régionales se tournent vers les ménages et les PME : la part des prêts des *city banks* aux PME et aux ménages dans l'encours total de prêts passe de 34,2 %

en 1975 à 71,3 % en 1990 ; celle des banques régionales de 59,3 % à 78,2 % sur la même période (source : Banque du Japon ; Guichard, 1999).

Par ailleurs, les banques s'engagent massivement dans le secteur immobilier, alors en pleine expansion, soit directement *via* des crédits immobiliers à leurs clients, soit indirectement en prêtant aux sociétés financières non bancaires spécialisées dans l'immobilier. L'ensemble des engagements bancaires dans l'immobilier, directs ou indirects - en particulier *via* les *jusen*, filiales des banques spécialisées dans le crédit bancaire -, représentent 25,7 % du total des prêts en 1990 contre 9,9 % en 1975 (source : Banque du Japon ; Guichard, 1999). Or, plutôt qu'intensifier le contrôle, les banques recourent alors massivement aux collatéraux, dont on connaît le rôle dans le déclenchement et la propagation d'un cycle financier : en phase de hausse du prix des actifs, les collatéraux alimentent le développement du crédit. En phase baissière, ils augmentent la fragilité bancaire car s'il y a défaut du débiteur, leur valeur dépréciée augmente encore le poids des pertes. Une explication possible de cette attitude des banques tient au sous-développement de l'analyse du risque en leur sein, dans un contexte marqué depuis l'après-guerre par un faible risque d'activité. On retrouve là des éléments clés du scénario de « myopie au désastre » de Guttentag et Herring (1986), dont on sait qu'il dépend positivement du temps écoulé depuis le dernier choc financier et du degré de concurrence entre institutions financières.

254

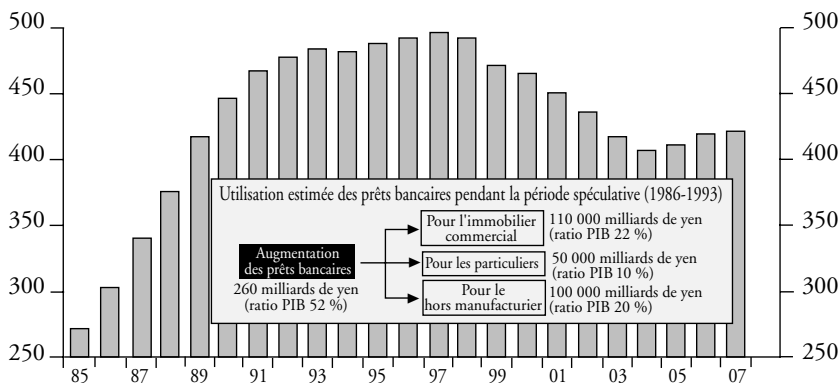
Durant cette période de mutation des règles et des pratiques, on aurait pu s'attendre à un surcroît de vigilance des autorités de tutelle. Mais à l'inverse, elles ferment les yeux sur les comportements et l'exposition au risque des banques, en modifiant à la marge les modalités de surveillance des établissements bancaires et le dispositif prudentiel. Outre la faiblesse de leur expertise dans ce nouvel environnement financier, l'inertie des autorités de tutelle tient aussi au rôle des *amakaduri* - ces anciens cadres du ministère des Finances et de la Banque du Japon embauchés dans les banques commerciales avec des rémunérations élevées - qui auraient facilité l'obtention de l'accord implicite des autorités de tutelle à la conduite de stratégies plus risquées de la part des banques (Van Rixtel et Hassink, 2002). En effet, la pratique de l'*amakaduri* conduit à une collusion implicite entre le régulateur et le régulé aux frais du contribuable, en introduisant une distorsion dans les incitations adressées au régulateur pour qu'il contrôle la banque (Horiuchi et Shimizu, 2001).

L'excès de liquidités

La prédisposition des banques à prendre des risques mal maîtrisés aurait eu moins d'incidences si les liquidités avaient été peu abondantes. C'est précisément le contraire qui se produit à partir de 1985, du fait de la conjonction de trois raisons :

- suite à l'accord du Plaza de 1985, de considérables réserves d'épargne jusqu'alors placées en dollars sont rapatriées, converties en yen et investies notamment sur les marchés boursier et immobilier ;
- l'encours des prêts bancaires est pratiquement multiplié par deux entre 1985 et la première moitié des années 1990 (cf. graphique 1). Ces nouveaux prêts servent principalement à financer, de manière directe ou indirecte, des investissements dans l'immobilier (Ozeki, 2008) ;
- enfin, les fonds levés sur les marchés financiers s'accroissent de manière substantielle : le montant des émissions de titres divers (obligations et actions) est multiplié par cinq entre 1985 et 1989 (Okina, Shirakawa et Shiratsuka, 2001).

Graphique 1
Encours des prêts bancaires
(en milliers de milliards de yen)



Source : Ozeki (2008).

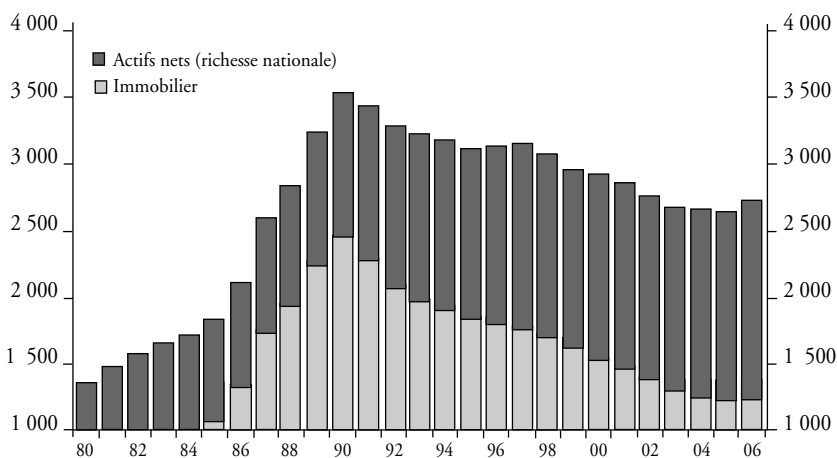
Durant cette période euphorique, le PIB croît de 5,5 % par an, de son point bas de novembre 1986 jusqu'à février 1991, soit l'explosion de la bulle immobilière. Le Japon entre alors dans une crise profonde qui va durer plus d'une décennie.

La crise bancaire

La fragilité des banques est révélée à partir de l'effondrement des bulles boursières et immobilières, effondrement déclenché par

le resserrement brutal de la politique monétaire entre avril 1989 et août 1990, lorsque le taux d'escompte passe de 2,5 % à 6 %. La chute est vertigineuse : entre 1991 et 1994, la destruction de richesse est de 300 000 milliards de yen sur les actions et de 500 000 milliards de yen sur l'immobilier (Ozeki, 2008). Ces 800 000 milliards de yen représentent 1,6 fois le PIB (cf. graphique 2).

Graphique 2
Richesse nationale
(en milliers de milliards de yen)



Source : Ozeki (2008).

Les banques sont directement touchées par l'explosion des deux bulles. D'une part, elles sont largement détentrices d'actions. D'autre part, elles ont massivement prêté au secteur immobilier et les défauts des débiteurs se multiplient à partir de 1991. On peut distinguer quatre phases dans la crise bancaire :

- dans un premier temps (1991-1994), les autorités ne semblent pas prendre conscience de l'ampleur de la crise et tentent de renouer avec la croissance par des politiques budgétaires expansives (dépenses d'infrastructure notamment). Le montant des pertes bancaires est dissimulé car les établissements bancaires ne sont pas contraints de publier d'informations sur les créances douteuses (à partir de 1993, seules les grandes banques sont contraintes de le faire pour partie) ;

- entre 1995 et 1996, les signes d'instabilité financière se multiplient : difficultés croissantes des *jusen*, ces institutions financières non bancaires spécialisées dans l'immobilier, et faillite de plusieurs coopé-

ratives de crédit. Les difficultés des *jusen* touchent directement les banques, qu'elles soient actionnaires ou créancières. Le montant des créances douteuses détenues par les banques ne cesse de croître à mesure que la crise s'approfondit : il passe de 50 000 milliards de yen en 1993 à 100 000 milliards de yen en 1996 (Ozeki, 2008) ;

- entre 1997 et 1999, la crise devient systémique. Les grandes banques sont prises dans la tourmente. C'est d'abord Hokkaido Takushoku Bank, l'une des plus grandes banques japonaises, qui fait faillite en novembre 1997. Long-Term Credit Bank of Japan et Nippon Credit Bank sont nationalisées en 1998. Entre 1997 et 1998, les divers plans du gouvernement prévoient d'investir au total 60 000 milliards de yen pour sauver les banques, soit 12 % du PIB (Nanto, 2008) ;
- entre 2001 et 2005, le système bancaire se consolide et sort progressivement de la crise. De 2001 à 2003, la fragilité du système bancaire conduit à un mouvement massif de concentration qui donne naissance à cinq groupes bancaires de premier plan (par ordre d'importance : Mizuo Financial Group, Mitsubishi Tokyo Financial Group, Sumitomo Mitsui Financial Group, UFJ Holdings et Resona Holding). En mars 2002, le montant cumulé sur dix ans des pertes déclarées par les banques sur leurs créances atteint 16 % du PIB, soit 82 000 milliards de yen (Fukao, 2003). Le montant des créances douteuses commence à décroître à partir de mars 2003. En mars 2004, le reflux est amorcé : le montant des créances douteuses est plus faible qu'en mars 1998 (Kawai, 2005). La crise bancaire s'achève en 2005 avec la création de Mitsubishi UFJ Financial Group, issu de la fusion de Mitsubishi Tokyo Financial Group et UFJ Holding.

La crise bancaire ne remet pas en cause le processus déréglementaire. Au contraire, celui-ci se poursuit, *via* notamment le *Big Bang* de 1998-2001. Quant aux plans de sauvetage du système bancaire, ils sont tardifs mais de grande ampleur : ils représentent 60 000 milliards de yen, si l'on additionne les montants octroyés dans les divers plans. Ils permettent notamment le rachat de créances douteuses (*via* la création d'une structure de défaisance publique) et la recapitalisation des banques. Au total, 46 800 milliards de yen vont être effectivement dépensés dont 24 673 milliards de yen sont recouvrés en mars 2008 (cf. tableau 2 ci-après).

Tableau 2
Aides diverses au système bancaire et recouvrement (mars 2008)
 (en milliards de yen)

Type d'aide	Montant de l'aide	Montant recouvré
Aide financière	18 611	-
Achat d'actifs	9 775	9 596
Injections de capital	12 427	10 219
Autres	5 989	4 858
Total	46 802	24 673

Source : Deposit Insurance Corporation of Japan, Rapport annuel 2007-2008, octobre 2008.

Les mécanismes de transmission à l'économie réelle

Une question primordiale porte sur l'ampleur de la responsabilité financière dans la crise économique majeure qu'a traversée le Japon. Deux mécanismes principaux de transmission d'un choc financier à l'économie réelle ont interagi dans le cas nippon : le rationnement du crédit et la déflation par la dette.

258

Le rationnement du crédit

Pour parler de rationnement du crédit, il faut s'assurer que la contraction du crédit est bien liée à l'offre, c'est-à-dire au refus des banques de financer des projets rentables. En effet, l'atonie du crédit peut aussi être la conséquence, sur l'activité des banques, du ralentissement économique.

En se basant sur des enquêtes d'opinion, Motonishi et Yoshikawa (1999) montrent que les PME, à la différence des grandes entreprises, ont effectivement souffert de rationnement du crédit sur la période 1997-1998. D'autres études empiriques confirment l'hypothèse d'un rationnement du crédit sur la période 1997-1998 (Guichard, 1999 ; Woo, 1999) dont la responsabilité serait réelle dans l'échec de la relance de 1995-1996.

En revanche, en dépit de la faiblesse du niveau du crédit durant la première moitié des années 1990, les études disponibles contestent l'existence d'un rationnement sur cette période (Motonishi et Yoshikawa, 1999 ; Kaku, 1996 ; Woo, 1999 ; Gibson, 1995), invalidant l'hypothèse selon laquelle la crise bancaire aurait « contaminé » l'ensemble des secteurs économiques. De même, sur la période récente, Kashyap (2002) et Koo (2003) font valoir qu'il existe au Japon - notamment depuis le *Big Bang* de 1998 - des banques et des compagnies d'assurance étrangères en très bonne santé

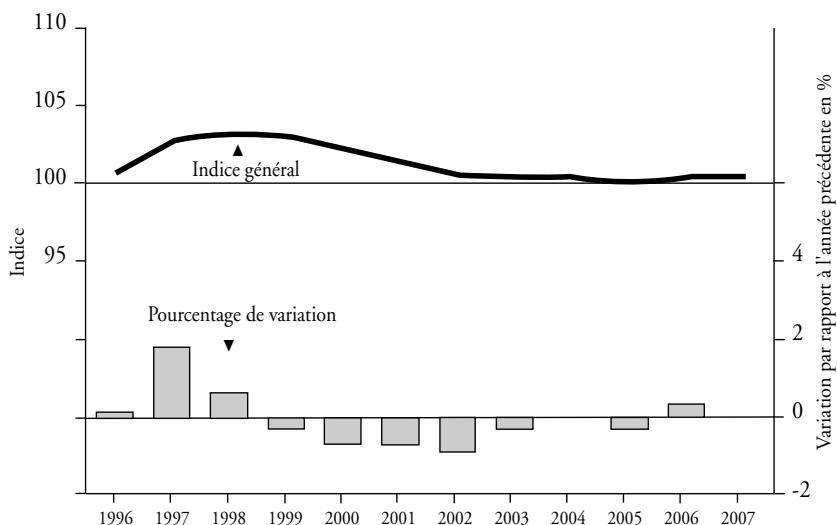
financière qui sont susceptibles de financer des projets d'investissement rentables. Le phénomène de rationnement du crédit est donc insuffisant pour expliquer la profondeur et la durée de la crise : à l'exception de la période 1997-1998, le faible niveau du crédit s'explique davantage par la contraction de la demande de crédit des entreprises qui se trouve, durant l'ensemble de la décennie 1990, en situation de surcapacités industrielles (Geoffron, 2000). L'OCDE (1998) ajoute qu'au-delà du seul rationnement, la faiblesse du système bancaire a conduit à une perte de confiance des agents économiques dans les possibilités de reprise de l'économie nippone. Néanmoins, la fragilité bancaire paraît insuffisante pour expliquer la faiblesse du niveau du crédit dans les années 1990.

La déflation par la dette

Sauf à lui adjoindre un processus de *debt deflation* qui prolonge, tout en l'intégrant, l'explication précédente. Ce type de processus a été mis en évidence pour la première fois par Fisher (1933) pour expliquer la crise de 1929. Selon Fisher, la combinaison du surendettement et de la déflation est la force dominante à l'œuvre dans une grande dépression. L'enchaînement vicieux est le suivant : si la déflation s'engage dans une situation de surendettement donnée, la baisse absolue du niveau général des prix et des salaires accroît le poids de la dette en termes réels, donc le nombre de faillites, ce qui diminue encore le niveau de la demande agrégée et contribue à entretenir la déflation.

Bernanke (1983) complète l'analyse de Fisher en montrant qu'en général, une baisse des prix réalloue la richesse au détriment des débiteurs et au profit des créditeurs. Elle n'a donc pas d'impact de premier ordre sur l'économie. Mais lorsque les débiteurs se trouvent dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes, le choc se propage aux créditeurs, en particulier les banques. La dégradation des bilans bancaires peut alors conduire au rationnement du crédit qui détériore davantage encore la situation économique. La demande totale diminue, ce qui entretient les pressions déflationnistes. Or, de telles pressions existent au Japon où, de 1999 à 2005, les prix à la consommation ont enregistré des baisses successives (cf. graphique 3 ci-après). En 2006, les prix augmentent de 0,3 % et en 2007, ils sont restés stables.

Graphique 3
Indice des prix à la consommation
 (base 100 en 2005)



Source : indice des prix à la consommation, ministère des Affaires internes et de la Communication.

260

Ce processus de déflation par la dette est aggravé par le comportement des entreprises (Koo, 2003). Par rapport au pic de 1989, la baisse du prix des actifs à partir de 1990 correspond au total à une perte de richesse équivalente à 2,7 fois le PIB annuel du Japon de 1989. Pour donner un ordre de grandeur, on peut comparer cette perte avec celle qui a résulté de la crise de 1929 : la baisse du prix des actifs américains avait alors représenté une perte de richesse équivalente à une année du PIB des États-Unis de l'époque. Cette comparaison met en évidence l'ampleur des pertes supportées par les agents économiques japonais. On en a vu les conséquences dévastatrices dans le secteur bancaire. Mais qu'en est-il du secteur productif ? Dans les années 1970 et 1980, les entreprises se sont endettées pour acheter des actifs. Après l'éclatement de la bulle, elles se trouvent confrontées à la détérioration de la valeur de leurs actifs et dans l'obligation de payer leurs dettes. C'est pourquoi au lieu de maximiser leurs profits en investissant, les entreprises tentent de restaurer leurs bilans en « minimisant leurs dettes ». Pour se désendetter, elles cessent d'investir et deviennent des fournisseurs nets de capitaux au secteur bancaire. Les mécanismes conduisant à la déflation sont en place : la faible demande d'investissement des entreprises n'étant pas compensée par la demande des ménages, la demande totale est structurellement faible. Avec la baisse du niveau général des prix, l'économie entre dans

un cercle vicieux : pour payer leurs dettes, les entreprises cessent d'investir, donc la demande agrégée s'affaiblit, donc les prix continuent de baisser, donc le poids réel des dettes s'accroît.

Notons enfin qu'alors même que la crise financière se propage à la sphère réelle, celle-ci se trouve confrontée à divers problèmes structurels (faibles niveaux de productivité, système national d'innovation inadapté, système d'emploi inadapté, vieillissement de la population) qui enfoncent davantage encore le Japon dans la crise.

Au total, alors même que le taux de croissance annuel du PIB était de 3,7 % durant la décennie 1980, il atteint seulement 0,87 % de 1992 à 2002 (avec deux années de croissance négative : 1997 et 1998). Depuis 2003, le Japon a renoué avec la croissance, mais celle-ci ne retrouve pas son niveau d'avant la crise : en moyenne, sur la période 2003-2007, la croissance du PIB est de 2,3 % par an (source : FMI).

DE L'INTÉRÊT D'UNE COMPARAISON ENTRE LA CRISE FINANCIÈRE JAPONAISE ET LA CRISE ACTUELLE

Ce qui frappe immédiatement les esprits, c'est la proximité de la crise actuelle avec celle que connut le Japon : dans les deux cas, il s'agit d'une crise majeure, qui débute par l'effondrement des marchés boursier et immobilier, et se propage au secteur bancaire. Rappelons que dans la typologie des crises (Boyer, Dehove et Plihon, 2004), cette conjonction de difficultés sur plusieurs fronts (les marchés boursier et immobilier, le secteur bancaire) est un facteur de sévérité de la crise.

Le dérèglement des comportements suite à l'appréciation sur longue période des prix de l'immobilier, dans un contexte d'excès de liquidités, en est l'épicentre.

Enfin, les montants engagés pour les plans de sauvetage bancaires sont d'ordres de grandeur analogues. Une analyse plus fine va nous permettre d'approfondir ces similitudes entre les deux crises sans en occulter les différences, avant d'en déduire quelques enseignements pour la crise actuelle.

Similitudes et différences

Une première similitude tient au rôle central du marché immobilier, dans un contexte général d'excès de liquidités : comme le Japon de 1977 à 1991, de nombreux pays de l'OCDE depuis la deuxième moitié des années 1990 ont connu une hausse des prix de l'immobilier d'une durée et d'une ampleur sans précédent (Girouard et *al.*, 2006). Or, contrairement aux marchés des biens ordinaires où la demande diminue

lorsque les prix montent, la demande d'actifs patrimoniaux peut augmenter durablement quand les prix montent, car la hausse des prix accroît la richesse des agents économiques et donc leurs possibilités de crédit *via* la valeur accrue de leurs collatéraux (cela est d'autant plus vrai lorsqu'il existe, comme aux États-Unis, un marché développé du crédit hypothécaire). La hausse du crédit et des prix de l'immobilier se nourrissent alors mutuellement, jusqu'au retournement brutal du marché de l'immobilier qui marque le début de la crise.

Le crédit n'est pas le seul responsable de l'accroissement brutal de la liquidité sur la période récente. De 1980 à 2000, le rapport entre la masse monétaire, au sens strict, et le PIB pour les États-Unis, la zone euro, le Japon, la Chine, le Royaume-Uni et le Canada était compris en moyenne entre 18 % et 20 %. À partir de 2002, il passe à plus de 26 %, pour atteindre près de 30 % en 2006-2007 (Artus et *al.*, 2008). Les facteurs d'augmentation de la liquidité sont donc aussi bien externes qu'internes. Au rang des facteurs externes, il y a notamment la progression des réserves de change non stérilisées des banques centrales des pays émergents (dont la Chine) et des pays exportateurs de matières premières. Parmi les facteurs internes, c'est l'expansion du crédit susmentionnée (crédit traditionnel, crédit adossé à un actif immobilier pour un achat ou un placement autre qu'immobilier, crédit *subprime*...) qui contribue à l'excès de liquidités.

Le retournement des prix de l'immobilier, en augmentant le risque de défaut et en diminuant la valeur des collatéraux, précipite les banques dans la crise. Les résultats des banques sont affectés par divers canaux (Artus et *al.*, 2008) :

- la hausse des défauts des emprunteurs immobiliers aux États-Unis et, dans une moindre mesure, au Royaume-Uni et en Espagne ;
- les moins-values en capital sur les créances titrisées ou en cours de titrisation qu'il a fallu réintégrer dans les bilans, puisque les véhicules (SIV - *structured investment vehicle*) dans lesquels elles avaient été placées ne trouvaient plus de financement ;
- les moins-values en capital sur les tranches de CDO (*collateralised debt obligation*) que les banques ont dû conserver parce qu'elles n'ont pas réussi à les vendre à des investisseurs.

Notons au passage que le rôle des SIV² dans la crise actuelle n'est pas sans rappeler celui des *jusen* dans la crise japonaise.

Autre similitude, ces deux crises trouvent leurs racines dans la déréglementation financière. On a vu ce qu'il en était dans le cas japonais. La crise actuelle survient, quant à elle, dans un environnement largement déréglementé, dans lequel les failles de la régulation prudentielle issue de Bâle I (ratio Cooke) ont laissé le champ libre au développement effréné des activités hors-bilan et de la titrisation.

Toutefois, alors que la crise financière japonaise n'avait pas remis en cause le bien-fondé du processus déréglementaire, la crise actuelle porte un sérieux discrédit aux partisans d'un système bancaire déréglé et à la capacité supposée des banques d'évaluer correctement les risques, capacité qu'en reconnaissant les modèles internes d'évaluation du risque de crédit, Bâle II a légitimé (Couppey-Soubeyran, 2008).

Ces différences d'appréciation sur les méfaits de la déréglementation tiennent à des différences de nature entre les deux crises. En effet, la crise bancaire japonaise était une crise « traditionnelle », similaire à celle des *saving and loans* aux États-Unis. Certes, les banques japonaises avaient été confrontées à un nouvel environnement, à de nouveaux clients, mais elles avaient failli dans leur métier traditionnel : elles n'avaient pas su apprécier correctement le risque de défaut et s'étaient retrouvées avec un stock grandissant de créances douteuses. Il s'agissait donc pour elles de s'adapter aux nouvelles conditions. À l'inverse, la crise bancaire actuelle est résolument « moderne », dans la mesure où elle trouve son origine dans les deux innovations financières majeures de l'ère de la déréglementation financière : la tritrisation des créances et le développement des dérivés financiers, notamment les dérivés de crédit. Ces innovations, avant de précipiter l'économie mondiale dans la crise, avaient été perçues comme des progrès réalisés par les banques en matière de gestion du risque.

263

Le parallèle entre les deux crises tient aussi à leur gravité. Il s'agit de crises systémiques majeures, qui ne surviennent pas dans des pays périphériques ou émergents mais au cœur même du capitalisme, et conduisent à des pertes de richesse colossales qui vont affecter durablement la croissance économique.

Néanmoins, la crise actuelle est une crise mondiale alors que la crise bancaire japonaise, bien que systémique, était restée localisée. Ce n'est pas seulement une question d'échelle : dans le cas japonais, l'existence de banques étrangères en bonne santé avait permis de limiter le rationnement du crédit après 1998.

Autre différence, les banques japonaises ont pu, durant les premières années de la crise, dissimuler leurs créances douteuses. En revanche, les nouvelles normes comptables IFRS (International Financial Reporting Standards), ou règles d'évaluation *mark to market*, ne permettent pas de telles dissimulations. Au contraire, elles ont un effet procyclique à la baisse car elles conduisent à une dégradation immédiate et brutale des bilans bancaires, déclenchant un processus de dépréciation de la valeur boursière du titre et d'assèchement de la liquidité, pouvant aller jusqu'à l'insolvabilité et la panique bancaire³.

Reste la partie immergée de l'iceberg : le montant des pertes à venir en cas de déboucement des CDS (*credit default swaps*), ce marché de

gré à gré des dérivés de crédit dont les banques, les *hedge funds* et les sociétés d'assurances sont les principaux acteurs. Ce marché représente un montant notionnel égal à 54 600 Md\$ au premier semestre 2008 selon l'ISDA (International Swaps and Derivatives Association), en repli pour la première fois par rapport au deuxième semestre 2007, où il représentait 62 000 Md\$.

Les CDS fonctionnent en apparence comme une assurance : l'acheteur de protection paye des primes périodiques en contrepartie d'une protection sur une créance ; le vendeur de protection est rémunéré pour une protection qui ne s'exercera qu'en cas de défaut du débiteur.

Dans les faits, le développement exponentiel de ce marché - en 2000, le montant notionnel était estimé à 1 000 Md\$ (Soros, 2008) - a eu deux conséquences néfastes :

- il a accru considérablement le levier de crédit, en libérant les banquiers de l'obligation d'avoir du capital en réserve des crédits octroyés (Aglietta, 2008) ;

- il a démultiplié artificiellement le risque réel qui préexistait à sa création, dès lors que les CDS sont devenus de simples « paris » sur la bonne santé des débiteurs, sans que les acheteurs de protection ne détiennent la dette sous-jacente.

264

Dans ce contexte, le déboucement des CDS sur Lehman Brothers, pour un montant notionnel de 400 Md\$, cristallisait toutes les inquiétudes. Selon le processus d'enchères mis en place par l'ISDA, il était entendu que les vendeurs de protection devaient payer 91 cents pour 1 dollar de notionnel. Le déboucement des CDS pouvait donc conduire à des transferts de fonds compris entre 0 Md\$ et 364 Md\$ ($0,91 \times 400$ Md\$). Le montant serait d'autant plus faible que les positions seraient couvertes - lorsqu'un opérateur a vendu et acheté la même protection à des dates différentes, en spéculant sur la variation de la prime.

Or, selon Robert Pickel⁴, directeur général de l'ISDA, les transferts de fonds des vendeurs nets vers les acheteurs nets de protection ont été compris entre 6 Md\$ et 8 Md\$. En clair, les craintes sur les risques systémiques liés aux CDS seraient surestimées, notamment parce que beaucoup d'opérateurs auraient des positions couvertes. Selon l'estimation de Robert Pickel, 1 000 Md\$ « seulement » ne seraient pas couverts sur l'ensemble des 54 600 Md\$ de CDS, et en contrepartie de ces 1 000 Md\$, il existerait des collatéraux. Ces affirmations, qui ne sont étayées que par le précédent de Lehman Brothers, ne tarissent toutefois pas les inquiétudes sur le poids financier que pourraient constituer les CDS en cas de défaillances massives. Moody's, par exemple, qui n'a dégradé aucune de ses notes à cause du déboucement des CDS sur Lehman

Brothers, a indiqué dans un rapport publié le 29 octobre 2008⁵ que la faillite d'autres participants majeurs du marché des CDS restait néanmoins une source de risque systémique. La réflexion menée dans l'urgence par les trois autorités de régulation américaines (Federal Reserve, Securities and Exchange Commission, Commodity Future Trading Commission) sur la création d'une chambre de compensation pour le marché des CDS est aussi un signe qu'il reste une source de préoccupation majeure⁶.

Dernière similitude, ces crises financières apparaissent à un moment où l'économie réelle est confrontée à des problèmes structurels. L'onde de choc financière se transmet alors de manière plus violente encore. On l'a vu dans le cas du Japon, confronté simultanément au vieillissement de sa population, à des systèmes d'innovation et d'emploi inadaptés, à de faibles niveaux de productivité. C'est aussi le cas de la crise actuelle marquée notamment par la crise écologique et une inadéquation structurelle de la demande mondiale et de l'offre mondiale, que ce soit au niveau des produits ou des zones géographiques.

Les leçons de la crise financière japonaise

Sans qu'il s'agisse de minimiser les différences, les similitudes entre la crise financière japonaise et la crise actuelle sont nombreuses. Quelles leçons peut-on alors tirer de l'expérience japonaise ? Aucune, si l'on se borne à étudier les modalités particulières de la crise actuelle car si les racines de la crise sont semblables, les vecteurs diffèrent comme on vient de le voir : créances traditionnelles dans le cas japonais ; titrisation et produits dérivés dans la crise actuelle. Aucune non plus dans la perspective d'esquisser un nouveau cadre réglementaire, dans la mesure où la crise japonaise a conduit, au contraire, à la poursuite et à l'approfondissement de la logique déréglementaire. En revanche, l'expérience japonaise apparaît riche d'enseignements pour appréhender les mécanismes de transmission d'un choc financier à l'économie réelle (*via* le rationnement du crédit et la déflation par la dette) et pour s'interroger sur l'efficacité des politiques à mener pour maîtriser la crise. C'est sur ces deux points que nous focaliserons notre analyse.

265

Rationnement du crédit et déflation par la dette

Concernant le rationnement du crédit au Japon, les diverses études existantes montrent qu'il fut limité aux années 1997-1998 et aux PME. En effet, même au pire moment de la crise bancaire en 1997-1998, les grandes entreprises parvinrent à se financer directement sur les marchés. Par ailleurs, après 1998, des banques étrangères en bonne santé s'installèrent sur le territoire japonais et pallièrent le déficit de crédit des banques nationales.

Dans la crise actuelle, le risque de rationnement du crédit est aggravé pour deux raisons :

- d'une part, les difficultés auxquelles sont confrontées les banques - et qui les amènent à restaurer leurs bilans plutôt qu'à prêter aux entreprises dont les projets sont rentables - se doublent d'une crise de liquidités sur le marché monétaire. Par ailleurs, le marché des émissions obligataires est quasiment gelé. Les grandes entreprises, qui ont normalement la possibilité d'utiliser d'autres modes de financement que le financement bancaire, risquent donc, comme les PME, de se trouver confrontées à un rationnement du crédit ou à une hausse de son coût ;

- d'autre part, la crise bancaire actuelle est mondiale, ce qui rend moins probable le scénario japonais d'après 1998, où des banques étrangères en bonne santé se substituèrent à celles en difficulté pour prêter aux entreprises.

En outre, le rationnement du crédit est l'un des rouages du processus de *debt deflation* qui constitue le risque majeur dans la crise actuelle. Le scénario noir est alors le suivant : nourrie notamment par le rationnement du crédit, une brusque contraction de la demande induirait une diminution brutale des profits des entreprises et un chômage accru. Dans une situation où les entreprises sont déjà endettées - notamment celles qui ont massivement utilisé le levier de l'endettement pour que la rentabilité financière outrepassse la rentabilité économique -, cela augmenterait le nombre de faillites d'entreprises. Le nombre d'agents économiques dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes s'accroissant, le choc se propagerait aux crédateurs et en particulier aux banques. On assisterait alors à un effet de « second tour » (Aglietta, 2008) qui aggraverait davantage l'état du système financier. La dégradation des bilans bancaires qui s'ensuivrait conduirait à un approfondissement du rationnement du crédit, détériorant davantage encore la situation économique. L'économie entrerait alors dans le cercle vicieux de la déflation et du surendettement, à l'œuvre dans les grandes dépressions (Fisher, 1933) : la baisse des prix, en alourdissant le poids de la dette des débiteurs, diffère l'apurement des dettes qui est un préalable à une sortie de crise.

Cette prise de conscience du risque de déflation doit beaucoup au précédent japonais. Lorsqu'au début des années 1990, le Japon se trouva pris dans la tourmente, les épisodes de déflation étaient si rares et si éloignés dans le temps qu'un tel risque n'avait tout simplement pas été envisagé (Ahearne et al., 2002). Nous savons désormais qu'une violente crise financière peut entraîner une brusque contraction de la demande et enclencher un processus de *debt deflation*, et ce risque est accru lorsque l'inflation est initialement faible (Bernanke, 2002).

Les conséquences en termes de politique économique

L'expérience japonaise montre qu'il y a trois volets d'action : la politique budgétaire, la politique monétaire et la politique sectorielle de sauvetage des banques.

Pour soutenir la demande et éviter l'entrée en déflation, une relance budgétaire doit être mise en œuvre. Ce fut la stratégie japonaise, abondamment critiquée en vertu de l'argument selon lequel elle ne permit pas d'éviter la « décennie perdue » des années 1990 : de 1992 à 2002, le PIB augmenta « seulement » de 0,87 % par an. Durant cette même période, treize plans de relance furent lancés pour un montant total de 140 000 milliards de yen (données OCDE de 1992 à 2003). Cette critique est toutefois infondée. Ce n'est pas le soutien de la demande qui fut une erreur, mais le fait qu'il ne s'accompagna pas d'une remise en état immédiate du secteur bancaire. De fait, les autorités attendirent 1997 pour élaborer un véritable plan de sauvetage, avec pour conséquence de perdre un temps précieux et des marges de manœuvre budgétaire. Le soutien de la demande permit toutefois d'éviter un scénario analogue à celui de la grande dépression de 1929 qui survint pourtant dans des circonstances analogues. L'éclatement de la bulle spéculative eut lieu après une phase de hausse des marchés boursier et immobilier (cf. la spéculation immobilière en Floride dans les années 1920), nourrie par des liquidités abondantes et des innovations financières permettant de faire jouer un fort effet de levier (comme par exemple, les achats d'actions à crédit avec appel de marge). Le choc fut moins violent qu'au Japon, mais la crise qui suivit fut d'une dureté sans commune mesure avec celle que connut le Japon durant la « décennie perdue » : en 1933, 25 % de la population active des États-Unis était au chômage et le PIB américain de 1938 était encore inférieur d'un tiers à celui de 1929 (Galbraith, 1988).

Quoi qu'il en soit, ces recettes keynésiennes, si injustement critiquées dans le cas japonais, font désormais l'objet d'un quasi-consensus dans leur capacité à éviter le pire. C'est ainsi qu'il faut interpréter la succession de plans de relance combinant réductions d'impôts et dépenses publiques : entre 500 Md\$ et 700 Md\$ pour les États-Unis (24 novembre 2008), 573 Md\$ pour la Chine (9 novembre 2008), 260 Md\$ pour le Japon (30 octobre 2008) et 200 Md€ pour l'Europe (26 novembre 2008). Contrairement au précédent japonais, elles s'accompagnent toutefois de plans de sauvetage du système bancaire de très grande ampleur.

La politique monétaire doit aussi jouer son rôle, mais l'exemple japonais nous enseigne *a contrario* qu'elle doit intervenir fort et vite, si elle ne veut pas devenir inopérante. En d'autres termes, lorsque

l'inflation est faible et que les fondamentaux de l'économie se détériorent brutalement, la banque centrale doit baisser agressivement ses taux (Bernanke, 2002 ; Ahearne et *al.*, 2002). Sinon, il est trop tard : dès qu'un pays entre en déflation, même si le taux d'intérêt nominal est maintenu à zéro, le taux d'intérêt réel reste positif, ce qui entrave la reprise du crédit, le désendettement et la résorption des créances douteuses. Ce fut le scénario japonais : les autorités tardèrent à prendre conscience de la gravité de la crise bancaire, dont elles minimisèrent longtemps les risques récessifs et déflationnistes. Lorsqu'en mars 1999, la Banque du Japon mis en place une politique de taux zéro (qui fut maintenue quasiment sans interruption jusqu'en 2006), il était déjà trop tard. La déflation persistant, la Banque du Japon mena une politique monétaire « quantitative » à partir de mars 2001, *via* l'injection massive de liquidités pour accroître la base monétaire. En définitive, ces liquidités furent principalement recyclées sous forme de titres publics (JGB - *japanese government bond*) qui étaient faiblement rémunérés, mais dont la pondération dans le calcul du ratio Cooke était nulle (Gasteuil, 2008). Le canal du crédit resta durablement gelé et une situation de « trappe à liquidité » se forma. Avec retard, le système bancaire parvint à se remettre à flot, alors même que l'abondance de liquidités avait contribué, depuis 1998, à écarter le risque de crise systémique. Notons enfin que le système de garantie des dépôts fut renforcé pour éviter les paniques bancaires : de 1996 à 2005, la totalité des dépôts bancaires fut garantie. Dans la crise actuelle, les mêmes outils sont utilisés, mais avec davantage de célérité : accroissement des garanties de dépôts, injections massives de liquidités et baisse des taux directeurs.

268

Quant aux plans de sauvetage des systèmes bancaires, ils sont mis en œuvre beaucoup plus rapidement dans la crise actuelle, mais combinent, à des degrés divers, nationalisations partielles, recapitalisation et achat d'actifs, à l'image de ce qui fut fait au Japon. La seule véritable novation par rapport à l'expérience japonaise est celle introduite par Gordon Brown : la garantie par l'État des emprunts bancaires.

L'expérience japonaise est riche d'enseignements pour la crise actuelle. Premier apport essentiel, elle offre un scénario clair des mécanismes de transmission de la crise bancaire à l'économie réelle, *via* le rationnement du crédit et la déflation par la dette. Dans le cas japonais, un tel scénario n'avait tout simplement pas été envisagé, ce qui contribua à ce qu'il se réalise. Il apparaît désormais que le risque majeur, auquel participe le *credit crunch*, est celui de la *debt deflation*

qui aggrave l'endettement en termes réels des agents économiques et entretient la crise. C'est pourquoi la demande doit être soutenue. Sur ce plan, les solutions sont clairement keynésiennes : il s'agit d'augmenter les dépenses publiques et de procéder à des baisses d'impôt ciblées. Quant à la politique monétaire, elle doit, pour être efficace, frapper fort et vite. Par ailleurs, l'expérience japonaise a permis de tester *in vivo* l'efficacité de diverses mesures dans l'objectif d'éviter les paniques bancaires et de remettre à flot les banques. Celles-ci ont été largement reprises dans la gestion de la crise actuelle. Dernier enseignement *a contrario* de l'expérience japonaise : dans la gestion d'une telle crise, le tempo est essentiel. À de nombreuses reprises, les autorités nippones réagirent avec retard. Dans un premier temps, elles dénièrent la gravité de la situation et se contentèrent de stimuler la demande, sans mettre en œuvre simultanément un plan de sauvetage des banques. En conséquence, l'enlèvement des banques éroda l'efficacité des politiques de relance, ce qui accrut la dette publique (180 % du PIB en 2007), sans pour autant contribuer à sortir l'économie de l'ornière. De même, la réaction des autorités monétaires fut trop tardive et timorée.

Dans la crise actuelle, il est frappant de constater à quel point les leçons de la crise japonaise ont été retenues. Alors même que l'on disait le keynésianisme moribond, rarement un consensus aura été aussi rapidement trouvé sur la nécessité d'agir fort et vite dans les trois directions évoquées, dont les deux premières sont clairement keynésiennes : soutien massif de la demande, politique monétaire agressive pour éviter la situation de trappe à liquidité, plan ambitieux de sauvetage des banques. Et si les autorités de régulation ont gravement failli avant le déclenchement de la crise, en ignorant (délibérément ?) la montée du risque de crédit notamment sur les *subprimes*, la gestion de la crise a, au contraire, été à la hauteur de la violence de l'événement.

L'incertitude majeure porte aujourd'hui sur la durée de la crise, sur son ampleur et sur la nouvelle régulation qui émergera. On l'a vu, le *credit crunch* risque d'être plus violent que dans le cas japonais, même si l'expérience nipponne a offert une lisibilité de ce type de crise dont on ne disposait pas à l'époque qui permettra peut-être, *via* des mesures préventives, d'en atténuer les effets délétères. Dans le meilleur des cas, la déflation sera évitée (au prix peut-être d'une monétisation de la dette publique et d'un retour de l'inflation) et une nouvelle régulation permettra d'éviter que ne se reproduisent les errements qui ont conduit à la crise actuelle. Reste que les processus de remise à flot du système bancaire et de désendettement des agents économiques seront longs, un temps qui devra être mis à profit pour résoudre la crise écologique et les problèmes d'inadéquation structurelle de l'offre et de la demande mondiale.

NOTES

1. Les *city bank* étaient une dizaine de banques commerciales, de réseau national. Elles accordaient principalement des crédits aux grandes entreprises. Elles étaient plutôt spécialisées dans le court terme, à l'actif comme au passif de leur bilan. Elles détenaient par ailleurs un portefeuille d'obligations, mais aussi d'actions émanant en particulier des *Keirestu* auxquels elles appartenaient.
2. Les SIV se finançaient à court terme par émission de papier commercial et achetaient à long terme des créances gagées pour partie sur des biens immobiliers (ABS - *assets-backed securities* - et MBS - *mortgage backed securities*). De nombreux SIV sont des filiales de grandes banques.
3. À l'inverse, ces règles d'évaluation *mark to market* ont eu un effet procyclique à la hausse, en augmentant la valeur des collatéraux pris en garantie et donc en diminuant la perception des risques pris par les banques.
4. « Insight : the CDS Sector Is Not the Central Villain », *Financial Times*, 29 octobre 2008.
5. Ce rapport est intitulé « Credit Default Swaps : Market, Systemic and Individual Firm Risks in Practice ».
6. Cf. « Central CDS Clearing Houses Poised for Approval », *Financial Times*, 18 novembre 2008.

BIBLIOGRAPHIE

270

- AGLIETTA M. (2008), *La crise*, Michalon.
- AHEARNE A. et al. (2002), « Preventing Deflation : Lessons from Japan's Experiences in the 1990s », Board of Governors, Federal Reserve, *International Finance Discussion Paper*, n° 729, juin.
- ARTUS P. et al. (2008), *La crise des subprimes*, rapport du CAE, La Documentation française.
- BERNANKE B. (1983), « Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *American Economic Review*, n° 73, juin, pp. 257-276.
- BERNANKE B. (2002), « Deflation : Making Sure « It » Doesn't Happen Here », National Economists Club, Washington DC, 21 novembre.
- BOYER R., DEHOVE M. et PLIHON D. (2004), *Les crises financières*, rapport du CAE, La Documentation française.
- COUPPEY-SOUBEYRAN J. (2008), « Bâle II face aux leçons de la crise des subprimes », in Artus et al. (éd.), *La crise des subprimes*, La Documentation française, pp. 219-228.
- FISHER I. (1933), « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, n° 1, octobre, pp. 337-357.
- FUKAO M. (2003), « Financial Sector - Profitability and Double-Gearing », in Blomström M., Corbett C., Hayashi F. et Kashyap A. (éd.), *Structure Impediments to Growth in Japan*, NBER-PR.
- GALBRAITH J. K. (1988), *La crise économique de 1929. Anatomie d'une catastrophe financière*, Petite Bibliothèque Payot, Payot & Rivages.
- GASTEUIL A. (2008), « La crise financière japonaise des années 1990 : quelles leçons en tirer ? », Société générale, *Analyse mensuelle de la situation économique*, octobre.
- GEOFFRON P. (2000), « Les leçons de la grande crise japonaise des années 1990 », in Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (éd.), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros-Alternatives économiques.
- GIBSON N. S. (1995), « Can Bank Health Affect Investment ? Evidence from Japan », *Journal of Business*, n° 68, pp. 281-308.
- GIROUARD N. et al. (2006), « Recent House Price Developments : the Role of Fundamentals », OCDE, *Economic Department Working Paper*, n° 475.
- GUICHARD S. (1999), *La défaite financière du Japon*, Economica.

- GUTTENTAG J. M. et HERRING R. J. (1986), « Disaster Myopia in International Banking », *Essays in International Finance*, n° 164, septembre.
- HORIUCHI A. et SHIMIZU K. (2001), « Did Amakudari Undermine the Effectiveness of Regulator Monitoring in Japan », *Journal of Banking and Finance*, n° 25, pp. 573-596.
- HOSHI T. (2002), « The Convoy System for Insolvent Banks : How It Originally Workes and Why It Failed in the 1990s ? », *Japan and the World Economy*, vol. 14, pp. 155-180.
- KAKU F. (1996), « Debt-Deflation in Japan », in Capie F. et Woods G. (éd.), *Asset Prices and the Real Economy*, MacMillan, pp. 242-270.
- KASHYAP A. (2002), « Sorting Out Japan's Financial Crisis », Federal Reserve Bank of Chicago, *Economic Perspectives*, 4^{ème} trimestre, pp. 42-55.
- KAWAI M. (2005), « Reform of the Japanese Banking System », Hitotsubashi University Research Unit, *Discussion Paper Series*, n° 102.
- KOBAYASHI K. (2008), « Financial Crisis Management : Lessons from Japan's failure », *Working Paper*, n° 27, octobre.
- KOO R. (2003), *Balance Sheet Recession : Japan's Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications*, Singapour : John Wiley & Sons.
- MOTONISHI T. et YOSHIKAWA H. (1999), « Causes of the Long Stagnation of Japan during the 1990s : Financial or Real ? », *Journal of the Japanese and International Economies*, n° 13, pp. 181-200.
- NANTO D. K. (2008), « The US Financial Crisis : Lessons from Japan », Congressional Research Service for Congress, Washington, 29 septembre.
- OCDE (1998), *Études économiques de l'OCDE 1998. Japon*, OCDE, Paris.
- OKINA K., SHIRAKAWA M. et SHIRATSUKA S. (2001), « The Asset Price Bubble and Monetary Policy : Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons », Bank of Japan, *Monetary and Economic Studies*, février.
- OZEKI K. (2008), « Responding to Financial Crisis : Lessons to Learn from Japan's Experience », PIMCO, *Japan Credit Perspectives*, août.
- RUBINSTEIN M. (2004), « Le Japon : du miracle économique à la débâcle financière », in Chesnais F. (éd.), *La finance mondialisée*, La Découverte.
- SOROS G. (2008), *La vérité sur la crise financière*, Denoël.
- VAN RIXTEL A. et HASSINK W. (2002), « Monitoring the Monitors : Are Old Boys Networks Being Used to Monitor Japanese Private Banks », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 16, n° 1, pp. 1-30.
- WOO D. (1999), « In Search of Capital Crunch : Supply Factors behind the Credit Slowdown in Japan », *IMF Working Paper*, WP/99/13, janvier.

