



Un distributeur moderne de billets à Tokyo.

La voie de la reprise vue du Japon

**Une stratégie pour résoudre
les problèmes de liquidité
et de solvabilité**

Kenneth Kang et Murtaza Syed

PENDANT la majeure partie des années 90 et du début des années 2000, le Japon a fait face à une crise financière résultant de perturbations à certains égards analogues à celles qui ébranlent aujourd'hui les États-Unis. Le scénario observé il y a quinze ans dans la deuxième économie mondiale a incontestablement un air de déjà vu : l'éclatement d'une bulle immobilière alimentée par un excédent de liquidités, une réglementation financière laxiste et des projections trop optimistes des prix des actifs déclenchant une crise immobilière et bancaire.

Par rapport à la succession d'événements et de mesures de l'année écoulée, les choses ont traîné en longueur au Japon. Bien que l'éclatement de la bulle ait engorgé le système d'une masse de prêts improductifs et sensiblement affaibli l'économie, il a fallu un certain temps pour que l'ampleur réelle des problèmes se révèle.

En 1997, six ans après le début de la crise, les pertes croissantes sur les prêts immobiliers non remboursés et la chute des cours boursiers ont amené un gel du marché interbancaire et des faillites en série dans le secteur financier, dont celle de certaines des plus grandes banques du pays. Face à une paralysie du système financier qui menaçait de fragiliser l'ensemble de l'économie, la Banque du Japon s'est empressée de débloquer les marchés du crédit. Les autorités ont également organisé et financé des interventions de grande envergure en s'évertuant à résoudre un dilemme désormais familier : comment favoriser un désendettement ordonné en minimisant les coûts pour le contribuable et en limitant l'aléa moral. Le Japon a jugulé la crise, mais n'a pu éviter une «décennie perdue» de stagnation économique et une phase prolongée de déflation.

La crise actuelle semble encore plus problématique de par son envergure mondiale, la complexité des instruments et la fragilité de la conjoncture. Au fort endettement des institutions financières s'ajoute cette fois celui des ménages, ce qui affaiblit d'autant les bilans nationaux. Mais les deux crises résultent de

maux analogues, de sorte que la réussite finale du Japon (et ses difficultés liminaires) peut apporter des enseignements utiles.

Étant donné l'ampleur et le développement progressif de la crise, la stratégie du Japon a évolué au fil des ans. Elle s'est d'abord fondée sur les mesures innovantes et exceptionnelles de la Banque du Japon pour fournir des liquidités : élargissement de l'éventail de garanties, achat direct d'actifs et assouplissement quantitatif via une politique de taux d'intérêt nul. Bien que nécessaire, l'apport de liquidités n'a pas suffi à remettre le système financier sur pied. La crise s'intensifiant, les autorités ont entrepris de restructurer les banques, les incitant à comptabiliser les prêts douteux, à lever des capitaux frais et, dans certains cas, à faire appel aux fonds publics ou à quitter le secteur. En définitive, le resserrement de la surveillance, l'utilisation avisée des fonds publics et un cadre solide de restructuration des actifs en difficulté ont assaini le système financier. À plus de 100.000 milliards de yen (environ 1.000 milliards de dollars EU), les pertes bancaires ont été nettement plus élevées qu'initialement prévu : les fonds publics nécessaires pour liquider les prêts improductifs et recapitaliser les banques se sont chiffrés à 47.000 milliards de yen. Près des trois quarts ont toutefois été récupérés depuis.

Il est encourageant de constater que la réaction initiale à la crise actuelle a été rapide et vigoureuse, plusieurs mesures visant à résoudre les problèmes de liquidité sur les marchés interbancaires et un plan de sauvetage public ayant été adoptés. Tout compte fait, les États-Unis ont à ce stade fait preuve d'une célérité louable : au Japon, c'est seulement en 1999, huit ans après l'éclatement de la bulle immobilière, que les autorités ont procédé à une injection massive de fonds publics pour remettre le système financier en état.

Mais maintenant, que faire? De graves tensions persistent sur les marchés financiers américains et le spectre d'une récession menace. À en juger par l'expérience japonaise, certaines des phases les plus dures sont peut-être à venir. Si d'immenses efforts ont été consacrés au passif des banques (protection des dépôts

et appui au crédit), une stratégie globale visant à résoudre des problèmes plus vastes (restructurer les actifs douteux et faciliter la consolidation) reste à élaborer.

Seule une solution systémique concernant les deux colonnes du bilan assurera une reprise durable. Dans le cas du Japon, c'est une approche d'envergure traitant à la fois les problèmes de solvabilité et de liquidité du système bancaire qui a le plus contribué à résorber la crise, notamment par le biais d'une recapitalisation des banques et d'une restructuration de la dette des entreprises. La stratégie japonaise peut livrer quelques enseignements utiles.

- **L'apport de liquidités a permis de prévenir une crise systémique immédiate, mais n'a pu résoudre le problème de la sous-capitalisation du système bancaire.** L'injection massive de liquidités est nécessaire mais, en l'absence de mesures visant à comptabiliser toutes les pertes et à remédier à la pénurie de capitaux, elle risque de fausser le fonctionnement des marchés et de retarder les restructurations nécessaires. Les carences des pratiques comptables et le laxisme réglementaire ont longtemps occulté le problème des prêts improductifs et limité l'attrait de certaines mesures — recherche de capitaux frais ou fusion avec d'autres institutions. La comptabilisation tardive des pertes a coûté très cher et permis aux entreprises «zombies» insolubles de subsister. Le FMI estime le montant global actuel des pertes sur les titres de créance américains à quelque 14.000 milliards de dollars EU. Seule la moitié de ces titres affichent pour l'instant un recul de leur valeur comptable. Des structures réglementaires plus transparentes, assises sur une évaluation objective aux prix du marché et encourageant les banques à assainir leur bilan, seraient utiles. Au minimum, une intervention rapide pour comptabiliser les pertes et effectuer les provisionnements nécessaires permettrait de parer aux pénuries de capitaux et d'engager le processus de restructuration.

- **Les fonds publics alloués à la recapitalisation des banques ont été subordonnés à une réduction de la valeur comptable des fonds propres et à des critères de résultat rigoureux afin de limiter l'aléa moral.** L'injection de capitaux dans les institutions viables, associée à la liquidation méthodique de celles qui ne l'étaient pas, a permis de soutenir le crédit et de renforcer les ratios de fonds propres. Mais en échange de fonds publics, les banques étaient tenues de diminuer la valeur comptable des fonds propres des actionnaires existants, de remplacer la haute direction, et de soumettre un plan de réorganisation qui serait régulièrement examiné par l'Agence des services financiers. Après l'échec de méthodes moins rigoureuses, les fonds publics ont été stratégiquement recentrés sur la consolidation du secteur financier; plusieurs grandes banques et de nombreuses petites institutions ont fermé ou fusionné. Pour affermir la discipline du marché et minimiser le risque d'aléa moral, les autorités devraient également prévoir une stratégie de sortie appropriée pour se désengager du système bancaire une fois la stabilité rétablie.

- **La restructuration des actifs en difficulté a été nécessaire pour assainir les bilans des banques.** La stratégie japonaise demandait aux grandes banques d'accélérer dans les deux ou trois ans l'apurement des créances improductives de leur bilans via leur vente directe sur le marché, la mise en œuvre de procédures de faillite ou la restructuration des emprunteurs dans le cadre d'arrangements à l'amiable. Les autres prêts ont été vendus à la Société

de recouvrement et de liquidation, qui a été chargée de liquider les actifs toxiques des banques en faillite, et à la Société pour la revitalisation industrielle (SRI), créée en 2003 pour acheter les créances douteuses des banques et travailler avec les créanciers à leur restructuration. Les rachats publics effectués par l'intermédiaire de ces sociétés de gestion de portefeuille ont assuré la clarté et la transparence juridiques. Si les prix des actifs remontent, ces interventions pourraient en fin de compte coûter bien moins cher que prévu aux contribuables. La SRI a même réussi à dégager un léger bénéfice avant de mettre un terme à son activité en 2007.

- **Un cadre solide, établi sous l'impulsion du secteur privé, peut favoriser ce type de restructuration.** Si une société publique de gestion de portefeuille peut libérer rapidement les banques de leurs actifs toxiques, c'est probablement la prise en main de la restructuration par le secteur privé qui déterminera le montant des recouvrements. Au Japon, ce secteur a joué un rôle capital, surtout les fonds étrangers qui ont été autorisés à reprendre deux banques en difficulté et à participer à la restructuration d'entreprises vacillantes. L'évaluation correcte des actifs toxiques et un cadre de restructuration bien conçu ont permis de définir les incitations appropriées.

- **Les bilans des débiteurs ont dû être corrigés.** Au Japon, l'annulation des prêts improductifs et la restructuration de la dette ont facilité le désendettement nécessaire du secteur des entreprises. Surtout, le régime d'insolvabilité a été remanié : la loi sur le redressement judiciaire civil de 2000 a autorisé des méthodes de liquidation des faillites plus rapides et variées et la SRI a été créée. L'assainissement de la dette hypothécaire aux États-Unis appellerait probablement des méthodes un peu différentes, mais permettrait aux gens de conserver leur logement et freinerait la chute des prix immobiliers à l'origine de la crise actuelle.

- **Des politiques macroéconomiques d'accompagnement, sans être une panacée, ont complété les mesures financières.** Face à la crise, les autorités japonaises ont radicalement baissé les taux d'intérêt et accru les dépenses budgétaires. Entre la mi-91 et la fin-93, la Banque du Japon a ramené le taux d'escompte de 6 % à 1,75 %. Mais cette mesure n'a pu revitaliser l'économie, la crise ayant perturbé les mécanismes habituels de transmission de la politique monétaire, ce qui a nécessité une refonte du système bancaire. Globalement, l'expérience japonaise montre que la politique macroéconomique peut appuyer le processus d'ajustement et apporter un répit, mais elle ne peut remplacer des mesures directes visant à remédier aux carences fondamentales du secteur financier qui ont entraîné la crise.

Un élément positif pour finir : malgré le séisme initial, rien ne vaut une crise pour montrer à quel point des réformes sont nécessaires et rallier un appui populaire en leur faveur. Au Japon, les mesures visant à développer les marchés financiers et les règles concernant le ratio de fonds propres des banques adoptées dans le cadre de Bâle II ont permis d'établir un système financier plus compétitif, qui a assez bien résisté à la tempête mondiale actuelle. Si une approche plus stratégique était définie, la crise pourrait ouvrir la voie à des réformes utiles qui rehausseraient l'efficacité, mais aussi la résistance et la transparence de l'architecture financière mondiale. ■

Kenneth Kang est Chef de division adjoint et Murtaza Syed économiste au Département Asie-Pacifique du FMI.