



HAL
open science

Monnaie, Liquidité, faillite : une histoire analytique de la crise japonaise

Cyrille Andrieu-Lacu

► **To cite this version:**

Cyrille Andrieu-Lacu. Monnaie, Liquidité, faillite : une histoire analytique de la crise japonaise. Economies et finances. Université Paris Dauphine - Paris IX, 2006. Français. NNT : . tel-00138819

HAL Id: tel-00138819

<https://theses.hal.science/tel-00138819>

Submitted on 27 Mar 2007

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE PARIS IX DAUPHINE
D.F.R. SCIENCE DES ORGANISATIONS
Place du Maréchal de Lattre de Tassigny
75775 PARIS CEDEX 16

EURISCO

N° attribué par la bibliothèque

.....

Thèse présentée par

M. Cyrille ANDRIEU-LACU

Pour l'obtention du titre de DOCTEUR
Spécialité : Science Economique

Présentée et soutenue le 27 septembre 2006

Monnaie, liquidité, faillite :

Une histoire analytique de la crise japonaise

JURY

Directeur de Thèse :

M. Jérôme SGARD, *Professeur associé à Paris IX Dauphine & CEPII*

Rapporteurs

M. Jean CARTELIER, *Professeur à Paris X Nanterre*

M. Jacques LE CACHEUX, *Professeur à l'université de Pau & OFCE*

Suffragants :

M. Robert BOYER, *Directeur d'étude EHESS, CNRS & CEPREMAP*

M. Patrice GEOFFRON, *Professeur à Paris IX Dauphine*

M. André ICARD, *Directeur Général honoraire, Banque de France & BRI*

L'Université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

« En plus de cela, mon fils, sois averti que faire des livres est un travail sans fin et que beaucoup d'étude fatigue le corps. »

L'Ecclésiaste II, *Epilogue*, 12.

A mes parents et à mes livres et étranges amis, je veux lever mon verre...

Je souhaite vivement remercier Jérôme Sgard, pour la confiance qu'il m'a accordé au long de ce travail de recherche, pour ses conseils éclairés et surtout, pour son écoute et son enthousiasme. Je remercie également la direction du CEPPI pour m'avoir accueilli, ses membres, qu'ils soient économistes ou qu'ils ne le soient pas, et tout particulièrement ceux de l'équipe de documentation, pour leur efficacité, pour les encouragements et pour la confiance qu'ils m'ont témoigné, et dont je me souviens. A Amina, je veux qu'elle trouve dans l'humour dont je ne me suis pas encore départi, et dans la sincérité avec laquelle je veux encore aborder mon travail de recherche, le témoignage de sa présence. C'est beaucoup. Elle le sait. Je remercie aussi Vincent Bignon et Rémy Contamin pour leurs commentaires précieux et leur disponibilité, ainsi qu'Emilie et Sophie, pour leur concours enthousiaste et efficace à la relecture de cet ouvrage.

Les circonstances dans lesquelles j'ai achevé ce travail lui donnent la valeur d'un lourd denier qui, pour paraphraser Falstaff, à la face des connaissances acquises et la pile des douleurs qu'elles ont occasionnées. L'or de Judas et l'or de Salomon. Nombreux parmi mes proches, dans ma famille, dans mes amours et dans mes amis, en ont souffert et ou s'en sont inquiétés. Je leur dédie cet effort. Il n'a pas été vain. A eux et à ceux que j'ai appris à respecter dans mon université d'origine.

Monnaie, liquidité, faillite

Une histoire analytique de la crise japonaise

« Lorsqu'on se refuse à admettre le caractère interchangeable des idées, le sang coule... Sous les résolutions fermes se dresse un poignard ; les yeux enflammés présagent le meurtre. Jamais esprit hésitant, atteint d'hamlétisme, ne fut pernicieux : le principe du mal réside dans la tension de la volonté, dans l'inaptitude au quiétisme, dans la mégalomanie prométhéenne d'une race qui crève d'idéal, qui éclate sous ses convictions et qui, pour s'être complue à bafouer le doute et la paresse – vices plus nobles que toutes ses vertus – s'est engagé dans une voie de perdition, dans l'histoire, dans ce mélange indécent de banalité et d'apocalypse. »

Cioran, *Précis de décomposition* – Généalogie du fanatisme.

Résumé

Monnaie, liquidité, faillite :

Une histoire analytique de la crise japonaise

On interprète la longue récession japonaise sous l'angle des rapports entre la liquidité et la faillite. Au lieu de sanctionner les pertes des banques par la faillite, les autorités y ont répondu par la garantie de liquidité au niveau macro, et au niveau micro, par une modernisation des microstructures du crédit pour dynamiser la liquidité des marchés, réduire le coût d'usage des faillites d'entreprises et amener les banques à abandonner le système de banque principale et les utiliser. Elles ont voulu aussi substituer la transparence à la norme de solvabilité pour réduire les risques moraux et rendre plus crédible leur politique de durcissement gradué de la règle de faillite. La liquidité micro et macro ne pouvant se développer sans discipline des paiements, le résultat macro est la déflation malgré une forte dette publique et une stabilisation bancaire lente et inachevée. La Grande Dépression est utilisée comme un miroir du Japon pour éclairer les rapports liquidité/faillite sur les plans macro, de la politique bancaire et des restructurations d'entreprises.

Abstract

Money, liquidity, bankruptcy:

An analytical narration of the Japanese crisis

The long Japanese recession is considered under a perspective of liquidity and bankruptcy. Instead of pushing insolvent banks into bankruptcy, authorities tried to deal with this liability problem by guarantying macroeconomic liquidity, and on the micro level, through modernization of microstructure credit activity in order to provide more dynamic market liquidity and decrease the cost of corporate reorganization procedures, thus encouraging their use instead of the informal main bank system. They also attempted to substitute transparency rules in place of weak solvency standards, in order to reduce moral hazard and to make their commitment to gradual prudential tightening more creditable. As micro and macro liquidity can't exist without discipline of payment, this strategy resulted in long standing deflation, huge public debt, and incomplete banking system stabilisation. The Great Depression is used to illustrate Japan's situation and to focus attention on the links that exist between liquidity and bankruptcy at the macro, banking policy, and corporate reorganization levels.

Mots-clés

Japon, Grande Dépression, crise bancaire, loi de faillite, théorie de la monnaie.

Key-words

Japan, Great Depression, banking crisis, bankruptcy law, theory of money

SOMMAIRE

PRESENTATION GENERALE DE L'OUVRAGE	12
PREMIERE PARTIE : LA LIQUIDITE SANS LA FAILLITE	33
CHAPITRE I / LA LIQUIDITE AU FONDEMENT DES FLUCTUATIONS MACROECONOMIQUES.39	
1. Une histoire réelle des fluctuations... ou vers l'intégration des théories de la valeur et de la monnaie dans les théories hétérodoxes des fluctuations	42
2. Une histoire monétaire des fluctuations... ou la théorie keynésienne de l'instabilité financière & de la demande effective	64
3. Une histoire financière des fluctuations... ou l'apport des conventions d'anticipation dans la compréhension des dynamiques de la liquidité	98
Conclusion & Ouverture : la doctrine de la liquidité, l'innovation et le long terme	126
CHAPITRE II / LA POLITIQUE CONJONCTURELLE POUR SORTIR DE LA CRISE D'ANTICIPATIONS : LES GRANDS PRINCIPES DU <i>POLICY-MIX</i>	132
1. Description de la crise : chute du rendement réel du capital, déflation & asymétries informationnelles	133
2. La politique monétaire : une réponse incomplète aux asymétries informationnelles	137
3. Gérer les asymétries informationnelles en reliant l'actif au passif de l'économie : le <i>policy-mix</i>	144
CHAPITRE III / LA CRISE JAPONAISE : UNE CRISE DE LA REGULATION MONETAIRE	160
1. Cadrage – La crise japonaise contemporaine à la lumière de la Grande Dépression : quelle pertinence ?	163
2. Le taux de change du yen : l'autre canal perdu de l'ajustement macroéconomique	192
3. La politique budgétaire incertaine, ou Hamlet au pays de Keynes.....	216
4. Derrière la politique monétaire restrictive, la crise existentielle de la Banque du Japon	232
Conclusion –La Banque du Japon dans la sortie de crise	273

SECONDE PARTIE : LA FAILLITE SANS LA LIQUIDITE	277
CHAPITRE IV – LA CRISE BANCAIRE : SORTIR DE L’INSTABILITE SANS SANCTIONNER L’INSOLVABILITE ?	285
1 – Quel traitement pour quel type de crise bancaire ?.....	290
2 – De la faillite interdite à la faillite improbable.....	327
3 – De la réduction des créances douteuses à la question du modèle bancaire.....	359
4 – La transparence pour remodeler les relations de crédit... ou les limites de la politique structurelle ‘ <i>par le bas</i> ’	393
5 – Mobiliser les injections en <i>open-bank</i> pour ouvrir la gouvernance des banques... ou la politique structurelle ‘ <i>par le haut</i> ’	431
Conclusion : l’actionnaire protégé, puis neutralisé, puis responsabilisé.....	456
CHAPITRE V – LA RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES : REPLACER L’OMBRE DE LA BANQUE DANS L’OMBRE DE LA LOI.....	459
1. Le traitement du passif contraint à l’accord aimable : l’actif intouchable.....	468
2. L’invention du <i>Chapter 11</i> ... ou l’intérêt nouveau pour l’actif dans la faillite	484
3. Traiter l’actif par le redressement légal au Japon... ou les limites du <i>Chapter 11</i>	519
4. Le durcissement de la règle de paiement et la fin de la banque principale	543
RECAPITULATIF & CONCLUSION :.....	565
BIBLIOGRAPHIE	574
ABREVIATIONS & CONVENTIONS D’ECRITURE.....	606
ANNEXES.....	609
ANNEXES AU CHAPITRE I « THEORIE DES FLUCTUATIONS » :	610
ANNEXES AU CHAPITRE III « LA MACROECONOMIE » :	614
ANNEXES AU CHAPITRE IV « LA STABILISATION BANCAIRE » :.....	627
ANNEXES AU CHAPITRE V « LA RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES » :.....	657
TABLE DES MATIERES.....	667

Présentation générale de l'ouvrage

En 2006, le Japon commence à sortir d'une crise économique qui aura duré plus de quinze ans. Au cœur de cette crise, un système bancaire devenu massivement insolvable suite à l'éclatement en 1990, d'une bulle immobilière et boursière d'ampleur exceptionnelle. Ce cycle financier débouchant sur une crise bancaire, toutes les économies de l'OCDE l'ont vécu à peu près en même temps, selon un schéma et une amplitude variables selon les cas. Pour certaines, comme l'économie suédoise, la gravité du problème était comparable à celle du Japon. Elle est pourtant la première à s'en sortir. Les autres en sont peu ou prou sorties au bout de cinq ans de crise, à l'exception du Japon. Deux faits stylisés apparaissent alors clairement. Le premier est qu'on n'observe aucune corrélation entre la vitesse de sortie de crise et l'ampleur de la bulle qui l'a précédée. Le boom n'est donc pas nécessairement sanctionné par une crise de dimension équivalente. L'excès de spéculation n'a pas de dimension morale en macroéconomie. Par contre, les comportements microéconomiques en ont une. Le second fait stylisé est en effet qu'il existe une corrélation positive forte entre la capacité de l'économie à entrer dans une nouvelle phase de croissance et la célérité avec laquelle les banques devenues insolvable sont sanctionnées par leur mise en faillite, nationalisées et recapitalisées. Au Japon, la crise a duré quatre fois plus longtemps que la bulle, et les prix d'actifs patrimoniaux, ici principalement l'immobilier et les actions cotées en bourse, sont tombés bien en dessous de leur niveau du début de la bulle, jusqu'à toucher en

2003 le plancher de 1983, il y a vingt-trois ans !... tout cela, avant tout parce que les autorités politiques ont constamment refusé de placer les nombreux et importants établissements de crédit insolubles en faillite, parce que l'éviction de leurs actionnaires et la saisie des bilans par l'acteur public ont toujours butté sur une économie politique brutale, des résistances très visibles au rétablissement d'une discipline des paiements. Il est remarquable que l'économie nipponne ait réussi à fonctionner aussi longtemps sans s'effondrer, avec un système de crédit privé sans capital, prenant par conséquent des risques sans avoir à en assumer la responsabilité. Il est aussi remarquable qu'en 2006, cette même économie semble enfin sortir de la crise et que ses banques achèvent l'assainissement de leurs bilans, sans qu'elles n'aient jamais été sanctionnées pour leurs pertes passées : plus précisément, sans qu'elles n'aient jamais eu à buter sur une règle de solvabilité rigide, déclenchant une sanction systématique et pour toutes identique. On est en droit de se demander si dans ces conditions, l'assainissement des bilans bancaires ne résulte pas davantage de la stabilisation macroéconomique que de celle de comportements de banques dont les actionnaires n'ont jamais été contraints d'intégrer les nouvelles règles du jeu. Ce doute traverse l'ensemble de cet ouvrage.

Des pertes bancaires traitées comme un problème de passif : deux déclinaisons

La liquidité sans la faillite...

Il faut voir derrière ces deux remarques sur l'absence d'effondrement et sur la stabilisation laborieuse, les effets de politiques monétaire et budgétaire mobilisées sur une longue période et ayant atteint, en apparence du moins, un degré d'expansion exceptionnel. D'où une première question, qui est en fait le thème de la première grande partie de cet ouvrage : jusqu'où la politique macroéconomique, dont l'objectif est de réguler l'activité de l'économie en assurant sa liquidité agrégée, peut-elle se substituer à la faillite pour traiter l'insolvabilité bancaire ? Ce traitement macroéconomique sur quinze ans, qui a à peine permis au Japon de maintenir une croissance positive, s'est soldé par l'explosion de la dette publique, passée de 60% à 170% du PIB, et par l'acquisition d'une partie substantielle de ce stock par la banque centrale. Cette stratégie a également conduit à l'apparition de phénomènes monétaires contre lesquels on croyait les économies mûres immunisées depuis les années trente, qui semblaient marquer les limites de la politique macroéconomique : la déflation persistante et, quand le taux d'intérêt directeur de la banque centrale atteint le plancher de zéro pourcent, la trappe à liquidité. Derrière ce bilan pour le moins médiocre, nous verrons qu'il existe un problème de construction des politiques macroéconomiques elles-mêmes, de *policy-makers* qui se sont, pour ainsi dire liés les mains dans

une conception étriquée de leurs états. Mais il y a aussi l'effet de l'instabilité bancaire, d'ordre microéconomique. Dès lors que les pertes d'une banque ne sont pas sanctionnées, elle n'a plus d'incitation à sanctionner à son tour les emprunteurs défaillants, relâche la contrainte de paiement qu'elle imposait auparavant à ces derniers et vide de sa substance la notion de prise de risque. L'insolvabilité bancaire non sanctionnée est source de concurrence destructrice, ou d'une manière plus générale, source de dysfonctionnements dans le processus d'allocation des facteurs de production. Quand les mécanismes concurrentiels du marché ne permettent plus de sélectionner les projets jugés les meilleurs, la politique macroéconomique a-t-elle encore un sens ? L'économie peut-elle continuer de fonctionner, peut-elle encore être liquide sans une règle de faillite ?

... et la faillite sans la liquidité

Bien sûr, l'acteur public japonais est intervenu dans les banques pour les amener à traiter leurs pertes, mais pas en sanctionnant l'insolvabilité, i.e. avant toutes choses par l'expropriation sans compensation des actionnaires. Pour lui, cette méthode radicale aurait été suivie d'un traitement également radical des emprunteurs à l'origine de ces pertes, d'autant que l'environnement macroéconomique mal stabilisé ne favorisait pas les scénarios de survie. Avant d'en venir à imposer systématiquement la norme de solvabilité, il fallait tout mettre en œuvre pour que dans les négociations entre les emprunteurs et les prêteurs sur les défauts, les chances de survie des premiers soient maximales. Dès que l'insolvabilité bancaire fut pleinement reconnue, c'est à dire après 1998, la politique de stabilisation en douceur consista, parallèlement à l'activisme des politiques macroéconomiques, à durcir progressivement la tutelle des banques en pertes au rythme des progrès dans les réformes microéconomiques entreprises pour valoriser davantage les actifs des emprunteurs en difficulté. D'où une seconde question après celle des limites de la politique macroéconomique, et qui est en fait le thème de la seconde partie de cet ouvrage : dans quelle mesure l'institution de la faillite peut-elle intégrer des préoccupations liées à la valorisation de l'actif des défaillants ?

Dans le cas particulier du Japon, si les réformes du cadre micro-financier dans lequel les relations de crédit s'ancrent, visent à mieux valoriser l'actif des emprunteurs défaillants dans un contexte où la norme de solvabilité est relâchée, la tutelle espère que ces réformes vont au moins en partie se substituer à la nécessité de durcir cette norme pour stabiliser les comportements bancaires. Au niveau microéconomique, comme toute relation de crédit se pose en terme de gestion des asymétries informationnelles, ces réformes visent avant tout à faciliter l'extraction par les *outsiders* de l'information détenue par les *insiders* sur la valeur réelle des actifs. Et comme en finance de marché cette extraction passe par la mise en concurrence des plans de sauvetage de l'emprunteur

défaillant, pour donner les meilleurs résultats possibles, ces réformes du cadre microfinancier ne visent pas en soi à faciliter l'accès public à l'information privée, mais bien *in fine* à accroître la liquidité des marchés d'actifs. La question n'est donc plus seulement de savoir comment intégrer des préoccupations de l'actif dans la règle de faillite au Japon, mais ce qu'on peut vraiment attendre de ces réformes quand la discipline des paiements sur laquelle s'appuie la liquidité microéconomique pour s'étendre, n'est pas assurée.

La thèse défendue

Le problème au cœur de la crise japonaise est qu'aucune des deux dimensions micro et macroéconomique de la liquidité ne peut se développer à partir de comportements individuels instables car déresponsabilisés de leurs pertes éventuelles, c'est-à-dire à partir du moment où la norme de solvabilité n'est pas imposée aux émetteurs de la monnaie que sont les banques et par conséquent, ne les amène pas à imposer à leur tour une même discipline de paiement aux autres acteurs de l'économie. S'il fallait résumer la thèse défendue dans cet ouvrage en une phrase, nous dirions que les autorités nippones n'ont pas voulu prendre en compte cette impossibilité : l'idée que si la règle de faillite s'améliore avec la liquidité, cette liquidité s'appuie, pour se développer, sur une bonne règle de faillite et en particulier, sur une bonne norme de solvabilité. De ce rejet, il en a résulté au niveau macroéconomique une trappe à liquidité et une accumulation de la dette publique faramineuse, et au niveau microéconomique, une stabilisation bancaire étalée dans le temps et dont on a des raisons de douter qu'aujourd'hui, malgré la disparition des pertes, elle ait complètement abouti.

La pertinence d'une comparaison avec la Grande Dépression : une même crise de la monnaie

De ce rejet, il en a résulté la *Longue Recession* qui est, selon nous, le pendant contemporain de la *Grande Dépression* des années trente, avec une problématique radicalement inversée. Aux Etats-Unis, la difficulté à sortir de la crise venait de la difficulté à admettre que la liquidité de l'économie ne se développe pas, où plus précisément ne se régule pas d'elle-même dès lors que la discipline des paiements est assurée. En d'autres termes, l'institution de la faillite ne suffit pas pour garantir la liquidité. C'est l'histoire des balbutiements des institutions keynésiennes : d'une part, celle des politiques monétaire et budgétaire contra-cycliques, pour assurer la liquidité de l'économie réelle au niveau agrégé ; de l'autre, celle de la fonction officielle de prêteur en dernier ressort assurée par les banques centrales, pour garantir la liquidité du système bancaire. Leur émergence fut le fruit de la nécessité, du pragmatisme, mais les fondements théoriques légitimant ces instruments étant mal perçus et pas encore « digérés », leur usage fut restreint, expliquant une

reprise partielle et instable. Dans le cas du Japon, ces « *institutions de la liquidité* », comme nous les appellerons, ont acquis leur légitimité. Mais elles ne fonctionneront pas bien pour autant. Sans les remettre en question complètement, le monétarisme des années soixante-dix et quatre-vingt en a promu un usage restreint qui, dans le cas du Japon, explique en partie la déflation et la trappe à liquidité. Surtout, la difficulté de l'économie à sortir de la crise vient en premier lieu de ce qu'ici, on espère que la liquidité se développe sans la faillite. C'est donc la même problématique faillite/liquidité que la *Grande Dépression*, mais posée en sens inverse, et à un stade de banalisation des institutions keynésiennes de la liquidité que sont le budget public et la banque centrale, et pour lesquelles on a défini des règles d'usage monétaristes qui, à défaut de les remettre en question, en restreignent l'usage. C'est encore cette théorie qui inspirera les autorités japonaises dans leur tentative de développer la liquidité microéconomique avant de resserrer la discipline de paiement : l'idée plus ou moins assumée que la discipline de marché, l'ordre des paiement, l'ordre monétaire..., la monnaie en fin de compte, émergent spontanément et peuvent se développer indépendamment du contexte institutionnel et microéconomique plus large. Notons ici que cette erreur, qui a conduit au Japon à une stabilisation bancaire lente aux résultats finaux douteux, est exactement la même –toutes choses égales par ailleurs– que celle commise par les experts américains envoyés en Russie avant l'effondrement de son système financier en 1998 : l'idée que l'on pouvait développer des marchés financiers et même échanger des produits dérivés complexes pour dynamiser l'économie, avant même d'avoir créé l'institution de la propriété privée, c'est-à-dire avant d'avoir expliqué que le marché suppose le respect de la propriété privée et que celle-ci suppose à son tour une discipline de paiement. Dans ce dernier cas, l'euphorie spéculative qui a suivi la création de ces marchés s'est appuyée sur un usage hautement spéculatif de l'épargne publique et des fonds de l'Etat, qui dans la crise s'est traduit par l'effondrement du système bancaire et de la valeur externe et interne du rouble, par des transferts massifs du patrimoine public dans des mains privées et par la spoliation massive des petits épargnants. Au Japon, le système bancaire ne s'est pas effondré et la valeur interne du yen a été préservée, mais le manque de discipline des paiements a tout de même débouché sur une longue récession, des pertes bancaires massives et répétées, reportées sur des injections de fonds publics qui, loin de sanctionner les actionnaires des banques, les ont même enrichis.

On va retrouver la comparaison entre la *Longue Récession* japonaise et la *Grande Dépression* des Etats-Unis à toutes les étapes du volet empirique de cet ouvrage, pour comprendre les rapports entre la liquidité et la faillite. Dans le chapitre III, qui est le premier chapitre empirique, consacré à la macroéconomie de la crise, on utilise l'exemple américain comme un miroir du Japon pour comprendre pourquoi même avec une discipline des paiements stricte, des politiques

macroéconomiques apparemment très expansionnistes ne viennent pas à bout de la déflation et débouchent sur une trappe à liquidité. On retrouve cette comparaison historique dans la discussion sur la microéconomie de la crise. Le Chapitre IV, consacré à la politique bancaire, relève que la manière par laquelle les autorités japonaises ont traité l'insolvabilité des établissements de crédit, par injection de fonds publics dite en « *open-bank* », est identique à celle employée par l'Administration Roosevelt, à partir de 1933, pour stabiliser un système bancaire américain dont les fonds propres avaient été aspirés dans la dépression. Les résultats radicalement opposés dans chaque cas –bons aux Etats-Unis, vecteurs d'aléa moral dans le premier– s'expliquent par des rapport des banques à la liquidité radicalement opposés : un soutien financier apporté à des banques frappées par une crise de liquidité mais dont les comportements sont demeurés stables n'a pas produit aux Etats-Unis les mêmes effets sur un système bancaire japonais dont la liquidité a toujours été protégée et dont les pertes résultent d'une discipline de paiement relâchée dans la crise. Dans le chapitre V consacré aux lois de faillite d'entreprise, la Grande Dépression est mobilisée dans le même esprit une dernière fois. On s'intéresse alors à la procédure de restructuration utilisée pour traiter les chemins de fer en défaut, dite *railroad receivership.*, qui est l'ancêtre de la procédure du *Chapter 11*, en vigueur aujourd'hui aux Etats-Unis : les autorités japonaises s'en inspireront directement pour réformer leurs propres lois de faillite. Cette procédure devait traiter des cas de défauts proches par leurs caractéristiques de ceux qui forment le gros des pertes bancaires au Japon, avec cette contrainte aussi d'éviter le démantèlement, c'est-à-dire de protéger les actifs. Son faible ancrage dans le droit formel explique sa paralysie quand, dans la dépression, la liquidité nécessaire à la coordination des acteurs s'assèche alors que les pertes à traiter gonflent. Elle rappelle la problématique du système informel de la banque principale au Japon. Ses réformes successives pour en faire une véritable loi de faillite montrent ensuite comment la capacité d'une loi de faillite à valoriser l'actif dépend de son organisation interne et de la liquidité de son environnement.

L'enjeu théorique derrière la crise japonaise : la mauvaise théorie de la monnaie ...ou des institutions keynésiennes utilisées mais pas assumées

Dans le fond, ces deux crises dans lesquelles les rapports entre la faillite et la liquidité sont mal compris mais à chaque fois de manière différente, éclairent les deux facettes du pied-fort à partir duquel nous fondons notre vision de l'économie : la théorie de la monnaie. Pour comprendre la croissance, il faut comprendre l'échange, et pour comprendre l'échange, quand celui-ci ne se fait pas de manière centralisée, à l'équilibre, il faut comprendre la monnaie. On ne peut pas avoir une idée claire de ce que nécessite la croissance si on n'a pas une idée claire de ce que suppose la monnaie. On a aujourd'hui accepté la nécessité des institutions keynésiennes émergées au cours

de la *Grande Dépression*, mais on a oublié quel en est le fondement microéconomique. Ce fondement, c'est une théorie de la monnaie qui réunit les deux problèmes de liquidité et de faillite dans une même construction économique cohérente.

La monnaie, aujourd'hui, c'est d'abord le crédit. Plus généralement, c'est un support facilitant l'échange, produit et accepté parce qu'on espère que la transaction qui n'aurait pas pu se faire sans cet intermédiaire permettra un surcroît de la production de biens. La qualité de la monnaie est donc liée à la « pertinence de l'échange », à l'existence d'une discipline de paiement. En même temps, sur un marché décentralisé, Nash a montré que les agents ne parviennent pas à se coordonner sur le meilleur équilibre : la *main invisible* d'Adam Smith n'assure par l'allocation optimale des facteurs dès lors que la discipline de paiement est respectée. Dans une économie monétaire, la dynamique de la liquidité est cumulative et donc de nature à perturber les mécanismes d'allocation. Par conséquent, en plus d'une discipline de paiement, il faut des institutions capables de préserver la liquidité au niveau microéconomique –le prêteur en dernier ressort– et au niveau macroéconomique –la politique macroéconomique–. On va voir que la qualité de la monnaie, ou plus précisément la viabilité d'un régime monétaire, dépend de sa capacité à organiser ces trois institutions ensemble de manière cohérente, de sorte que la monnaie n'est pas une marchandise mais une organisation, dont la complexité s'est accrue avec le développement du capitalisme et de la finance. Loin d'être neutre, voire néfaste à la croissance, elle est constitutive de l'échange, nécessaire au fonctionnement d'une économie de marché. Le problème théorique posé *in fine* par la crise japonaise est que ces institutions keynésiennes de la monnaie, dont on dispose aujourd'hui, sont utilisées par une théorie monétariste dont le but est d'en restreindre l'usage. Des institutions keynésiennes utilisées comme si la monnaie devait être neutre, par une théorie monétaire incapable de justifier leur existence. On veut donc montrer dans le cas japonais que cette théorie de la monnaie défectueuse permet d'articuler à l'intérieur d'une même problématique les dimensions macro et microéconomique de cette crise. Elle permet alors d'expliquer de manière cohérente ce que les autres théories de la monnaie ne peuvent pas faire : d'un côté, une politique macroéconomique incapable d'assurer la liquidité de l'économie réelle ; de l'autre, une institution de la faillite ne pouvant pas valoriser efficacement les actifs des entreprises sinistrées, parce que la liquidité microéconomique des marchés d'actifs sous-jacents ne peut pas se développer sans discipline des paiements. Bref, cette théorie de la monnaie explique pourquoi la liquidité, recherchée pour dissoudre dans la croissance et dans la technique financière un douloureux problème de passif, n'a pas été trouvée. De même que la contrepartie de la monnaie à l'actif est le crédit, la contrepartie de la liquidité est la discipline de paiement : une règle

de paiement associant à une bonne norme de solvabilité bancaire une organisation viable de la gestion des défauts.

Le point de départ de ce travail : l'incertitude

Dans le premier chapitre commençant cet ouvrage, on établit les rapports entre cette conception de la monnaie et les approches théoriques des fluctuations de l'activité existantes. Il est en effet construit comme une histoire de la retrouvaille des deux grandes explications des fluctuations de l'activité : d'une part, l'explication classique, dans laquelle la croissance et la crise expriment un processus d'allocation des facteurs à l'actif de l'économie, sans monnaie ; d'autre part, l'explication postérieure à la Grande Dépression, focalisée sur le passif de l'économie, posée en terme de fragilités financières et de conventions d'anticipation sur la bonne norme d'endettement, et où ces conventions, incapables de se stabiliser dans un monde incertain, justifient pour y parvenir une régulation monétaire contracyclique.

La construction de ce travail théorique reflète également une préoccupation d'ordre épistémologique. Pour construire notre raisonnement, nous tenions à nous conformer à une approche popperienne, qui part du principe que le progrès dans les sciences consiste moins à recenser ce que l'on connaît qu'à dessiner la frontière de ce que l'on ne connaît pas. C'est une maxime bien connue, mais qui a des traductions bien concrètes dans le travail du chercheur. Ici, elle revient d'abord à tracer avec vigilance la frontière entre ce qui est du champ de la science économique et ce qui ressort du droit, de l'histoire, de la sociologie, etc., et à la redoubler quand il s'agit d'aborder des crises aussi « exotiques » que la crise japonaise. Ceci explique en partie le volume du travail et le nombre des notes de bas de page. Ceci pour l'économie et le passé. Pour l'avenir maintenant : l'autre traduction concrète de cette approche est d'admettre comme point de départ de toute théorie économique que notre monde est fait d'incertitude, et que la seule chose dont nous soyons sûr, c'est de ne pas connaître l'avenir. Il ne s'agit plus de se demander si l'on peut avoir des défaillances de marché sans incertitude, parce que la réponse est oui, mais comment cette incertitude influence les relations entre les agents, et que peut dire la théorie économique dès lors qu'elle est contrainte de partir de ce principe ?

Le point de départ de notre construction théorique a donc été de poser explicitement ce principe d'incertitude et d'y confronter les théories de la croissance existantes, en commençant par les plus classiques. C'est ce « frottement » qui de fil en aiguille nous a conduit de la croissance comme un problème d'allocation à la croissance comme un problème de liquidité, et de la croissance comme un problème de liquidité à la croissance comme un problème de régime monétaire et donc de monnaie. C'est en trempant ces théories de l'actif et du passif de l'économie dans le bain de

l'incertitude que nous voyons qu'aucune ne fournit à elle seule une explication satisfaisante aux fluctuations de l'activité d'une part, au fait monétaire d'autre part. Pour expliquer la croissance, il faut sortir chacune de ces deux approches de l'incertitude pour les réduire à des raisonnements en équilibre partiel, c'est-à-dire à structure de passif donnée d'un côté, à structure d'actif donnée de l'autre. Il faut ensuite trouver une théorie de la monnaie capable de les relier, capable d'expliquer les interdépendances entre ces questions d'allocation et de liquidité dans un monde incertain. Derrière l'histoire des « retrouvailles » entre le passif et l'actif de l'économie, entre la dette et l'utilisation qui en est faite, entre la nécessité de créer des institutions capables de réguler sans limite la liquidité de l'économie, et celle d'assurer une discipline des paiements préservant la qualité de la monnaie d'une allocation défectueuse, il y a cette redécouverte de la conception de la monnaie comme une organisation qui réunit la liquidité microéconomique, macroéconomique et la faillite, comme une réponse aux problèmes d'allocation et de liquidité, où la monnaie n'est pas une création spontanée du marché mais une institution capable d'assimiler et de gérer cette incertitude, parce qu'à la fois ancrée dans le droit et la politique et conçue de manière rationnelle. Précisons d'emblée qu'au-delà de tout autre argumentaire, la théorie keynésienne nous a semblé un bon point d'entrée dans l'économie du Japon, parce qu'elle a été entièrement construite sur ce principe d'incertitude.

La crise japonaise comme une tentative de transition douce du régime de propriété

L'explication de la crise comme un problème de pertes qu'on a cru pouvoir dissoudre dans la liquidité pourrait suffire pour comprendre la longue récession japonaise. Mais cela ne suffit pas pour expliquer les résistances si fortes de l'économie politique locale au rétablissement de la discipline de paiement. Le seul constat de la norme de solvabilité relâchée ne peut donc pas éclairer comme nous en aurions besoin notre perception de la stratégie employée par la tutelle pour stabiliser le système de crédit, et les raisons pour lesquelles cette stratégie a évolué comme elle l'a fait. La norme de solvabilité peut expliquer la crise, mais pour expliquer son évolution, il faut s'intéresser à la règle de partage des pertes utilisée quand cette norme n'est pas respectée. Une explication des résistances à la faillite de l'économie politique locale tient alors à ce que celle-ci s'était construite autour d'une règle de partage des pertes qui a perdu sa cohérence à partir du moment où les autorités ont libéralisé les activités bancaires et de marchés de titres, au cours des années quatre-vingt, et qu'il a fallu redéfinir dans la crise. Le problème de la reconnaissance des pertes consécutif au rétablissement de la norme de solvabilité se doublait d'une redéfinition de la manière dont elles devaient être allouées. C'est la crise japonaise sous l'angle de la transition de *régime de régulation financière*.

Régime de régulation financière et régime de la propriété

Le *régime de la propriété* est certainement une meilleure manière d'exprimer cette notion de régime de régulation. L'économie de marché ne peut pas se développer sans des lois qui protègent la propriété privée de l'arbitraire. Il ne peut pas y avoir d'échange s'il n'y a pas préalablement reconnaissance du caractère exclusivement privé de la propriété des biens ou services que l'on veut échanger. Le capitalisme a donc besoin de règles précisant les contours de cette propriété privée, à savoir les restrictions aux usages privés courants qui peuvent en être faits, les usages publics auxquels la loi les associe éventuellement, et les conditions d'expropriation et plus précisément, de confiscation. Ce sont ces dernières qui vont ici nous intéresser. Comme la reconnaissance de la propriété privée dit dans quelles mesures on peut participer à l'échange, ce sont les conditions de confiscation qui définissent les conditions de participation à l'échange. Sous quelles conditions est-on dépossédé autoritairement de nos droits de propriété ? Sous quelles conditions, est-on exclu de l'échange, c'est à dire du marché ? Le régime de la propriété est ainsi l'ensemble des règles définissant comment les acteurs du marché s'accordent pour reconnaître le défaut d'un des leurs, suivant quelle *règle de faillite* ils l'organisent et répartissent les pertes, de manière à assurer ce qu'on appelle l'*ordre des paiements*. Comme la notion de défaut implique une promesse préalable, un pari sur l'avenir partagé entre deux ou plusieurs acteurs, la problématique du régime de la propriété et de l'ordre des paiements est intrinsèquement lié au système de crédit. C'est elle qui donne précisément un sens à la notion de prise de risque associée à ce crédit. Elle en dessine les contours et par là, constitue le socle à partir duquel la finance se développe et s'organise. Plus généralement, décrivant la manière dont les acteurs individuels du marché sont responsabilisés sur leurs choix d'investissement et d'endettement, le régime de la propriété dit comment la société distingue le créancier de l'actionnaire dans la régulation des activités financières. Il renvoie donc à la question du *modèle de gouvernance* des acteurs privés.

Libéralisation financière et régime de la propriété

Quel lien avec la libéralisation financière ? La libéralisation financière est avant tout la capacité pour des banques agissant sur un marché décentralisé du crédit, de définir individuellement leur prise de risque. A plus de liberté doit donc être associé davantage de responsabilité. A la faible autonomie de décision des banques, compensée par des marges garanties via les taux d'intérêt administrés, doit se substituer en premier lieu une sanction certaine et adéquate en cas de pertes sur des prêts librement négociés. Alors qu'avant, l'actionnaire contraint dans l'usage de son capital était peu responsabilisé, il doit être le premier sanctionné dans un système lui restituant le plein usage de ses droits de propriété. Dit autrement, la libéralisation financière est le passage

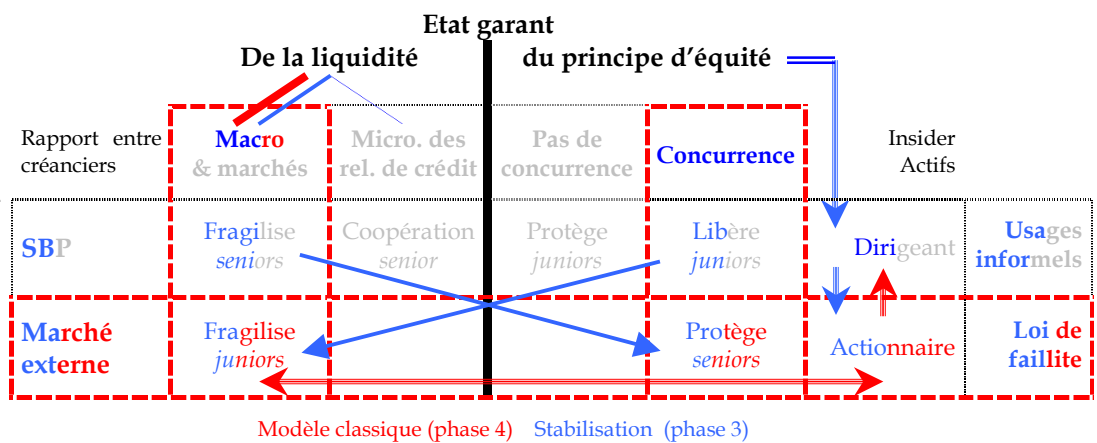
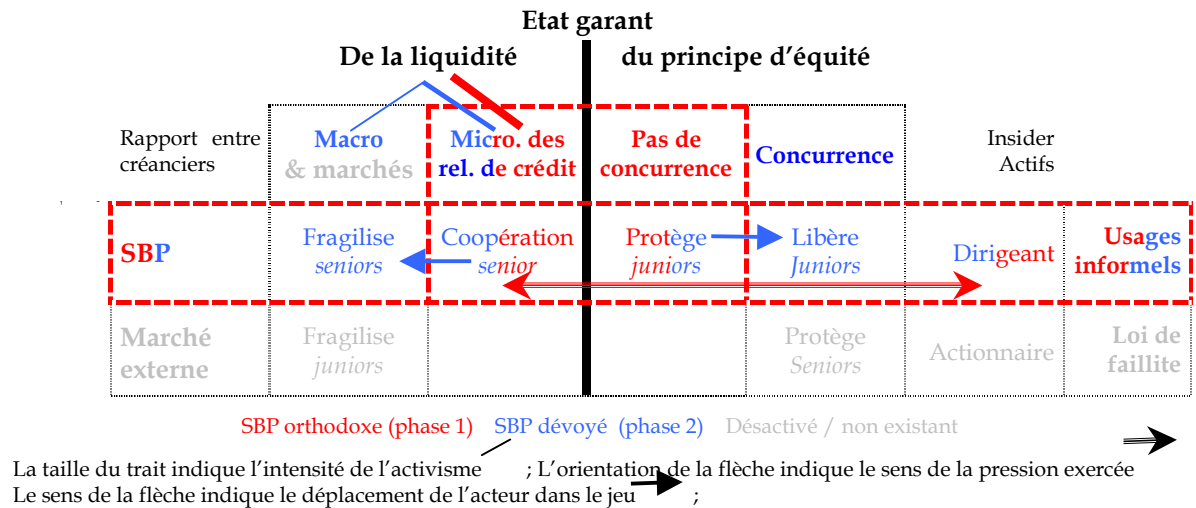
d'une logique capitaliste où l'actionnaire n'était pas au centre des mécanismes d'incitation à l'accumulation –mécanismes dans lesquels l'Etat intervenait de manière discrétionnaire par directives ou directement en tant qu'agent–, à une logique centralisée sur le pouvoir de l'actionnaire et sur son pendant, les moyens de l'exproprier en cas de défaut. C'est le passage d'un régime de la propriété qualifié de « *souple* », où pour schématiser, les défauts font l'objet d'une socialisation assez large et souvent peu formalisée des pertes, grâce à une faible concurrence, à un régime de la propriété « *dur* », où le droit des contrats est strictement défendu par le recours possible aux lois de faillite en cas de défaut.

La seconde problématique de la crise japonaise, derrière celle centrée sur la norme de solvabilité relâchée est donc la redéfinition des droits de propriété, la restauration des prérogatives et sanctions de l'actionnaire. Derrière la stratégie de stabilisation en douceur du système bancaire, derrière l'espoir de minimiser le coût de cette stabilisation –en terme de disparition d'entreprises–, il y a un autre espoir : favoriser après la libéralisation financière, une transition douce entre les deux régimes de propriété. Une telle éventualité repose sur l'absence de pertes, de manière à ce que cette transition ne décrive qu'un recentrage des pouvoirs sur l'actionnaire et des nouvelles conditions d'expropriation. Quand au contraire, ces pertes existent en grands montants, stockés dans les bilans des entreprises et des banques, les anciens mécanismes informels de gestion des défauts ne peuvent plus être mobilisés dans un système devenu concurrentiel, tandis que l'imposition des nouvelles règles « *dures* » implique elles aussi une redistribution immédiate de la propriété privée. Le problème du Japon derrière celui des pertes est donc celui-ci : comment passer de l'ancien régime de la propriété au nouveau, sans heurts et sans effet macroéconomique ? Comment faire passer sans les sanctionner des actionnaires d'acteurs insolubles, de l'ancien système où ils n'avaient pas l'initiative, au nouveau système de règles centré sur eux, tout en s'assurant que malgré cette protection dérogatoire, ils intègrent effectivement ce changement de règles dans leurs comportements de prise de risque ?

Une histoire analytique de la crise à travers celle des rapports entre liquidité et faillite : quatre étapes

On peut appréhender cette recherche d'une transition en douceur comme un jeu d'incitations à l'adoption des nouvelles règles, qui se joue entre les différents participants d'une relation de crédit. Il ne s'agit pas de formaliser ce jeu, car il fait intervenir un trop grand nombre de critères et de catégories, mais au niveau de cette présentation générale, de l'utiliser comme une manière simplifiée de décrire la dynamique complexe de la crise et des réformes institutionnelles qui vont s'emboîter pour converger vers la redéfinition du rôle de l'actionnaire. Cette histoire analytique se développe en quatre phases dans lesquelles l'organisation des rapports entre la liquidité et la

faillite se construit à chaque fois de manière différente, à travers les relations qu'entretiennent entre eux les cinq agents participants à la relation de crédit : l'actionnaire, le dirigeant, le créancier *junior*, le créancier *senior* et l'Etat.



La première phase est celle dans laquelle l'ancien système de règles fonctionnait correctement. Au Japon, ce « modèle traditionnel japonais » est connu sous le terme de *Système de Banque Principale (SBP)*. Bornons nous ici à dire qu'il s'agit d'un mode de régulation de la finance – i.e. de gestion des défauts – à partir d'usages informels, non explicités dans le droit écrit, sur lesquels la communauté des acteurs privés japonais se coordonne, en particulier parce que les autorités garantissent ces usages en organisant une faible concurrence sur l'offre de financement, lui permettant d'exercer une influence discrétionnaire sur les banques. Le jeu correspond à l'intersection de la première ligne avec les deux colonnes centrales du premier tableau. Dans cette phase, l'actionnaire est passif et l'Etat joue un double rôle : (i) sur la partie gauche du graphique, en garantissant la liquidité microéconomique des relations de crédit (en régulant de manière discrétionnaire la norme de solvabilité), il assure la solidarité des créanciers. Un créancier *senior* se

distingue en effet d'un *junior* en ce qu'il possède une garantie attachée à sa créance et dont il est en mesure d'exiger la liquidation en cas de défaut. Dans l'éventualité du défaut, le détenteur d'une garantie n'est pas incité à participer à une solution de redressement légal, mais bien plutôt à exiger la liquidation de sa garantie, de manière à vite sortir de la relation de crédit. Cette liquidation peut mettre en question les chances de survie de l'entreprise défaillante. Pour que les créanciers *juniors* s'attachent la coopération des *seniors*, ils doivent racheter leurs garanties, c'est-à-dire apporter de la liquidité dans la relation de crédit. Ici, les *seniors* s'alignent d'emblée sur les intérêts des *juniors* parce que c'est la condition à laquelle l'Etat accepte de garantir la liquidité microéconomique des relations de crédit. C'est la première caractéristique des usages informels du SBP. (ii) L'Etat restreint aussi la concurrence pour aligner l'intérêt des créanciers *juniors* sur celui des actionnaires : en assurant aux banques leur rentabilité à long terme, il leur permet en tant que créanciers *juniors* de gérer la relation de crédit sur un horizon bien plus lointain que ce qu'indiquent les contrats écrits. C'est la deuxième caractéristique des usages informels du SBP. Dans cet environnement non concurrentiel, l'actionnaire n'a pas d'initiative, tandis que le « moteur de l'accumulation » d'un SBP toujours liquide, fonctionnant sur un horizon long, est la relation de cette organisation des créanciers avec un dirigeant qui a tout intérêt à coopérer. La première conséquence de ce modèle est qu'en cas de défaut, l'actionnaire est neutralisé, peu sanctionné, tandis que l'initiative et la sanction reposent sur le créancier le plus important qui est souvent à la fois *junior* et *senior* –la distinction perdant de sa force dans les usages du SBP–. La deuxième conséquence est que le pendant de la coopération entre le dirigeant et le SBP –sous-entendu aussi le pendant de l'existence du SBP–, est une indissociation du prêt en dernier ressort et de la règle de faillite. La garantie de liquidité microéconomique n'est pas source de risque moral seulement si les acteurs privés n'ont pas de possibilité de s'extraire de la pression de l'Etat à coopérer. La troisième conséquence est que la régulation microéconomique de la liquidité dispense en partie de la régulation macroéconomique, dans la mesure où se sont les banques qui, en soutenant les entreprises qu'elles contrôlent, amortissent les chocs conjoncturels.

La seconde phase dans l'histoire de la crise japonaise est celle du SBP dévoyé (1986-97) : le maintien après la libéralisation financière des usages informels réglant les comportements financiers. Dans le premier graphique toujours, le jeu relationnel change : on reste sur la première ligne mais on passe des deux colonnes centrales aux colonnes des deux extrémités. Du côté droit, le problème posé est celui du comportement de *passager clandestin* adopté par les nouveaux créanciers *juniors*. La libéralisation financière permet aux dirigeants d'accéder à des sources de financement extérieures au SBP, fragilisant ce dernier et en particulier, ses capacités de contrôle de l'emprunteur par les moyens traditionnels. Du côté gauche, dans cette phase, qui va des années

quatre-vingt jusque la fin des années quatre-vingt-dix, l'Etat ne contrôle plus la solvabilité des créanciers par l'administration des taux d'intérêt, et ne lui substitue aucun autre mode de régulation. L'absence de norme de solvabilité explicite suppose implicitement que l'acteur public maintient son interventionnisme discrétionnaire et donc, continue de défendre les usages antérieurs. Il continue d'assurer la liquidité microéconomique de relations de crédit à long terme qui ne sont plus viables, parce que la libéralisation financière a réduit la capacité du SBP comme mode d'allocation des facteurs, à se projeter dans l'avenir. Dit autrement, l'acteur public continue d'assurer l'alignement des créanciers *seniors* sur les intérêts de *juniors* devenus spéculatifs. A gauche, la position des *seniors* se fragilise : dans le boom (1986-90), cette organisation inefficace implique des garanties surévaluées qui donnent l'illusion de compenser le problème du passager clandestin ; dans la crise (1991-97), la liquidité microéconomique apportée par l'acteur public semble assurer indéfiniment le fonctionnement d'un SBP non rentable, d'où les *seniors*, non responsabilisés, n'ont donc pas intérêt à sortir, tandis que ces dysfonctionnements entretiennent la crise et donc, une détérioration inéluctable de la valeur de ces garanties. Relevons ici que malgré la libéralisation financière, l'actionnaire demeure passif et neutre, parce que l'acteur public, en entretenant la liquidité du SBP, maintient en apparence les usages antérieurs et donc, la relation créanciers/dirigeant comme centre des décisions. Dans cette seconde phase, l'Etat donne du temps contre rien, mais l'alea moral n'apparaît pas encore comme le principal problème à l'origine des pertes. Certes les créanciers n'incitent aucunement les dirigeants ayant accumulés des lourdes pertes à entreprendre des restructurations réelles douloureuses. Mais avant cela, le problème est celui de l'aveuglement au désastre d'acteurs privés maintenus volontairement dans des règles inadaptées à un environnement concurrentiel, et où chacun se sent protégé. L'argument de l'alea moral passe devant celui de l'aveuglement quand, dans la troisième phase, un nouveau système de partage des pertes est proposé, la faillite, et donc quand les regards commencent à se tourner vers l'actionnaire.

Ces deux premières phases ne seront abordées que dans la mesure où elles décrivent les institutions dans lesquelles s'ancrent les jeux d'incitation qui sont au cœur de la crise et de sa résolution. Les deux autres parties sont le véritable objet de la thèse. Elles correspondent aux deux phases de stabilisation puis de normalisation.

La troisième phase est donc celle de la stabilisation bancaire (1999-...) : l'acte majeur est celui de la dissociation des institutions du prêt en dernier ressort et de la règle de faillite. Il exprime la fin du pouvoir discrétionnaire de l'Etat pour gérer les défauts et sa substitution par des règles explicites de partage des pertes entre acteurs privés. C'est la période de réancrage sur les lois de faillite et le droit des contrats. Cette évolution implique que la liquidité des relations

microéconomiques du SBP n'est plus aussi bien garantie, donc que la coopération des créanciers *seniors* n'est plus assurée. C'est à ce moment là, quand la liquidité s'assèche, que les problèmes de coopération émergent entre ces acteurs, et entre eux et le dirigeant. Les *seniors* ont intérêt à se retrancher derrière leurs contrats et à exiger au plus tôt la liquidation des garanties inscrites, ce qui fragilise des *juniors*. Ce derniers, auparavant passagers clandestins, deviennent responsables en étant potentiellement emprisonnés dans une procédure de faillite. Sur le second schéma, cela correspond au mouvement croisé vers la ligne du bas des deux créanciers : dans la faillite, la liquidité est le problème du *junior*, et les principes d'équité protègent le *senior*, alors que les usages antérieurs le fragilisaient. Le réancrage sur le droit des contrats conduit à reconnaître enfin que les actionnaires sont les premiers responsables de ce qui est fait de leur capital. Or l'absence d'incitation à traiter les pertes dans la phase antérieure a maintenu, et même accru le problème de bilan des banques et des entreprises. Ce réancrage implique en premier lieu l'expropriation des actionnaires des banques et des lourdes pertes pour les *juniors*. Pour éviter ces transferts massifs de patrimoine, les autorités vont relâcher temporairement la norme de solvabilité au moment même où, en séparant les institutions de la liquidité et de la faillite, elles proclament qu'aux principes d'équité auparavant défendus à travers les usages informels se substitue désormais le droit des contrats. Dans cette troisième phase de transition, avec cet recherche d'un ancrage dans la faillite mais avec une résistance au renforcement des sanctions, on est donc à cheval sur deux systèmes de partage de perte : l'ancien reconnu obsolète, et le nouveau, qui n'est pas encore effectivement imposé. Dans le schéma, l'Etat tente de se désengager de la microéconomie bancaire et pour cela, de substituer progressivement une liquidité macroéconomique à sa garantie de liquidité microéconomique, source de risques moraux : c'est la période de stabilisation proprement dite, marquée par la politique monétaire de taux zéro et par le creusement des déficits publics. C'est aussi celle dans laquelle le risque moral est le plus fort parce qu'avec le durcissement à terme des sanctions des actionnaires et des *juniors* et la fin anticipée de la coopération des *seniors*, on risque des liquidations en masse ou, si les pertes sont importantes pour les *seniors* eux-mêmes, une exacerbation des risques moraux sous la forme de stratégie de *quitte ou double* de la part des emprunteurs. L'Etat va donc tenter de graduer le durcissement de la norme de solvabilité : il va chercher à réduire progressivement la liquidité microéconomique qu'il apportait la doublant d'un mécanisme incitatif réduisant les risques moraux d'un côté, les démantèlements en masse de l'autre. Cette troisième phase du jeu est celle qui nous intéresse le plus. C'est celle où l'on voit que les usages bancaires ne reposent pas seulement sur des habitudes et une norme de solvabilité. Ils s'ancrent sur un cadre microbancaire. Les faire changer n'implique pas seulement de durcir la norme de solvabilité, mais aussi de mettre à bas ce cadre ancien qui

structurait le SBP. Ce chantier doit permettre « d'ouvrir le ventre » des banques et des entreprises pour voir ce qui se passe en détail dans les bilans et les processus de décision, puis à créer une pression directe de l'Etat sur les dirigeants sur la base des dysfonctionnements observés. Dans le second schéma, ce sont les flèches bleues allant de l'Etat vers le dirigeant et de celui-ci vers l'actionnaire. La substitution progressive de la gestion micro à la gestion macroéconomique de la liquidité des contrats privés par l'Etat s'accompagne alors d'un mouvement en sens inverse de renforcement du mécanisme d'incitation. liant créanciers *seniors* pro-liquidation, l'Etat réduisant son service de liquidité microéconomique et les dirigeants qu'il contraint à sortir de leur citadelle, vers un mécanisme classique dans lequel le créancier *junior*, le créancier non plus protégé mais menacé par le créancier *senior*, fait pression non plus sur le dirigeant, mais sur les actionnaires.

La quatrième phase est celle de l'achèvement de la transition japonaise vers ce mécanisme classique de la finance de marché anglo-saxone, celui où l'actionnaire, fortement responsabilisé, contrôle de près son dirigeant. L'Etat a disparu en tant qu'acteur au comportement microéconomique discrétionnaire, et le socle sur lequel s'organisent les négociations entre créanciers *seniors*, *juniors* et actionnaires dans les relations de financement, n'est plus un ensemble d'usages informels mais les règles gravées dans la loi de faillite. La liquidité des marchés va pouvoir se développer et remplacer le service de liquidité microéconomique auparavant assuré par l'Etat. Dans la finance de marché, à l'inverse du SBP, la coopération entre créanciers *juniors* et *seniors* n'est pas posée d'emblée comme une résultante de la garantie de l'Etat, mais assise sur des procédures de faillite codifiées, faciles d'accès, et conditionnée à la liquidité des marchés privés. A ce jour, le Japon n'a pas atteint ce stade. Les autorités ont conduit à marche forcée la modernisation de l'environnement microbancaire, en réformant les lois de faillite et en imposant aux banques d'explicitier leur organisation interne et la composition de leurs portefeuilles, cassant les comportements d'aveuglement au désastre. Mais la liquidité microéconomique n'est toujours pas assurée parce que la discipline des paiements n'est pas encore tout à fait rétablie. Ces réformes ont été imposées par les autorités, et souvent contre l'intérêt de dirigeants retranchés dans leur citadelle opaque et protégés des pressions par une norme de solvabilité relâchée.

Le Japon, dans sa phase actuelle, a acquis les institutions et les normes du capitalisme anglo-saxon, mais pas la liquidité de ses marchés privés. Ne pouvant se résoudre à démanteler les cas d'insolvabilité les plus épais, l'Etat est encore contraint, dans un certain nombre de cas résiduels mais néanmoins significatifs, d'assurer la liquidité microéconomique nécessaire pour atténuer les conflits *junior/senior*, de sorte que le règne de l'actionnaire n'est pas encore bien assuré. Nous verrons que l'invention de l'*Industrial Revitalization Corp.* en 2003 est le point d'orgue de cette stratégie de stabilisation bancaire en douceur. Cet organisme dédié au traitement des emprunteurs

emblématiques de la crise, apportait un service de liquidité que la politique prudentielle bancaire ne voulait plus assumer, mais en le conditionnant à un ancrage explicite du mode de résolution dans le droit des contrats, à une forte transparence et à une ouverture maximale de cette procédure sur un marché des cession d'actif qu'elle a visiblement contribué à structurer.

L'organisation et la valeur ajoutée de ce travail

Une logique d'incitations derrière une histoire d'institution

Dans cette histoire de la résolution de la crise japonaise, il ne s'agissait pas de proposer une monographie, dans laquelle le discours sur les institutions comporte toujours le danger d'introduire des éléments de droit, de sociologie ou de science politique mal maîtrisés parce que mal dissociés des questions d'économie. Par exemple, nous verrons que ce penchant fut fréquent pour expliquer le système de banque principal et qu'il a contribué à le mythifier. Nous avons construit cet ouvrage comme une histoire analytique des incitations d'acteurs économiques à adopter de nouvelles règles. Cette histoire repose d'abord sur le principe de l'individualisme méthodologique et rationnel, non pas sur une base culturaliste, sur un principe holiste. Elle repose ensuite sur une approche institutionnaliste suivant laquelle le marché ne crée pas spontanément les organisations dont il a besoin, ni ne détruit celles qui lui sont fatales, mais se développe autour d'institutions inscrites dans le droit et la politique. Ainsi, derrière la description de phénomènes originaux dont la crise japonaise est riche, phénomènes non-canoniques au sens des mécanismes classiques de l'économie, il y a des comportements individuels rationnels ancrés dans des institutions qui les modèlent mais qui, nécessairement, n'assurent pas la cohérence et la stabilité du système économique. Il y a un problème d'organisation du marché. Cette histoire analytique repose enfin sur une interrogation attentive du lien entre les comportements individuels rationnels et leurs effets agrégés, en premier lieu, sur la liquidité comme principe de coordination. Au total, c'est une histoire dans laquelle Coase et les contrats incomplets rencontre Nash et l'incapacité de la liquidité à s'autoréguler.

Enfin, si nous parlons beaucoup d'institutions, c'est parce que la finance de marché qu'on a cru mettre en œuvre en déréglementant il y a plus de vingt ans, s'est heurtée au Japon à un ordre institutionnel dont la cohérence était particulièrement forte, par rapport aux autres systèmes économique nationaux, et dont les usages informels, particulièrement éloignés du droit des contrats promu par le libéralisme, particulièrement cristallisés, pouvaient trouver un ancrage solide, non dans une vague conception religieuse, dans les traumatismes de la guerre ou dans une

vieille tradition qui n'a en fait jamais existé, mais dans la manière dont est défendue la propriété privée d'un côté, dont est assurée la régulation de la liquidité de l'autre.

Convergence linéaire versus dépendance au sentier des modèles de gouvernance

Ce travail éclaire ainsi un débat sur la convergence internationale des modèles de gouvernance. Il confirme d'abord qu'avec la libéralisation financière engagée à l'échelle planétaire, il y a bien une convergence à l'œuvre vers le modèle anglo-saxon. La discipline de paiement appelle l'exercice du droit des contrats, qui appelle un affinement du contour des responsabilités associées aux prises de risque, un affinement de la mesure de ces risques, enfin le développement de la liquidité des marchés de facteurs. Le Japon tentera vainement d'engager cette dynamique sans discipline des paiements. Du coup, il l'imposera. Et là encore, la recherche d'une discipline de paiement malgré l'absence de sanction des pertes amènera les autorités nippones à aller toujours plus loin dans les réformes et à resserrer à vitesse croissante son cadre prudentiel bancaire, comme si la logique d'affinement des responsabilités –i.e. la logique de transparence– s'entretenait d'elle-même et, déroulant le fil opaque des relations informelles de l'ancien système, finissait par imposer l'application d'une norme de solvabilité correcte. Il y a bien une dynamique institutionnelle dans la libéralisation financière, et l'originalité du Japon –et qui montre aussi l'ancrage exceptionnel des usages de l'ancien modèle– est peut être d'y avoir résisté aussi longtemps sans s'effondrer.

Ce travail confirme aussi que la convergence des modèles de gouvernance n'est pas linéaire. Ce n'est pas l'œuvre spontanée du marché dans un monde coasien, comme le suppose cette théorie des contrats complets. Cette dynamique intervient dans un monde à la Nash, où la liquidité n'est pas assurée d'elle-même et où on a besoin d'un Prince-monnayeur et d'un Etat de droit pour la réguler, d'une règle de paiement imposée par le droit. Cette dynamique de convergence dépend donc d'abord de la capacité des pouvoirs publics à instaurer la norme de solvabilité, ensuite de réformes du cadre microbancaire que le marché ne peut pas organiser par lui-même. En particulier, on verra que la réforme des lois de faillite d'entreprises est un levier crucial pour amener les banques à concevoir différemment la relation de crédit, et à adopter le modèle le plus adapté à la finance de marché, celui de la banque à l'acte. S'il peut y avoir convergence linéaire, il y a aussi et surtout une dépendance au sentier, un problème d'incitation d'agent à adopter les nouvelles règles, se heurtant à des institutions locales inadaptées.

L'organisation de l'ouvrage

Un mot sur l'ordonnancement de cet ouvrage. Il ne suit pas la monographie en quatre phases présentée plus haut. Une organisation thématique partant du niveau le plus agrégé (théorie puis

macroéconomie) au niveau le plus désagrégé (banques puis entreprises) permet de faire apparaître les problèmes d'incitation et la dynamique institutionnelle qui sont au coeur de la crise japonaise, comme on extrait les boîtes d'un jeu de poupées russes. Les deux premiers chapitres permettent de construire théoriquement notre raisonnement à partir de cette question : comment la théorie parvient-elle à réconcilier l'approche des fluctuations de l'activité par l'actif –l'approche classique posée en terme d'allocation des facteurs– avec celle les appréhendant sous l'angle de la dynamique de la liquidité –Minsky et les conventions d'anticipation–. Nous verrons que le lien entre les deux est une théorie de la monnaie conçue comme l'organisation cohérente des rapports entre une régulation de la liquidité macroéconomique (le *policy-mix*) et les deux institutions microéconomiques gérant les défaillances du marché, le prêt en dernier ressort et la faillite. On a alors une assise théorique solide capable d'expliquer les problèmes d'incitation, d'institution et de dépendance au sentier présentés ci-dessus. Cette réflexion s'ouvre sur un second chapitre plus court proposant une théorie du *policy-mix* reflétant cette théorie de la monnaie. Il donne les concepts centraux pour expliquer la macroéconomie japonaise, étudiée dans le troisième chapitre.

Après ces deux chapitres théoriques, plutôt que de raconter l'histoire de la crise japonaise, on raconte l'évolution d'un système d'incitations complexe en distinguant chaque source de problème. La première est donc la liquidité macroéconomique (chapitre III) qui est d'autant moins assurée que le système de crédit fonctionne mal et que les institutions régulant l'activité sont elles-mêmes défaillantes. Puis vient la règle de faillite appliquée aux banques (chapitre IV), défaillante en raison d'une norme de solvabilité relâchée. La troisième source (chapitre V) est le cadre microéconomique dans lequel les défauts d'entreprise sont négociés. Il s'agit de voir jusqu'où une réforme des procédures légales de restructuration peut améliorer les incitations des emprunteurs et créanciers à adopter des comportements stables, malgré la norme de solvabilité relâchée, malgré une liquidité microéconomique des contrats de dette de moins en moins assurée par l'Etat, et malgré une liquidité des marchés externes d'actifs qui ne peut pas la remplacer en raison du manque d'ancrage de la discipline de paiement. A ces trois niveaux –macro, prudentiel, et microbancaire–, on montre où se situent les blocages à l'adoption des nouvelles règles/au développement de la liquidité et précisément, comment les pertes accumulées, ce problème de passif, freine la transition du modèle d'allocation des actifs.

La valeur ajoutée du travail et les difficultés rencontrées

Ce travail est volumineux et dense. Nous en avons conscience. Mais il inhérent à l'objet étudié, qui cumulait un certain nombre de complexités : centré sur les rapports de la macroéconomie avec la microéconomie, il impliquait un lourd investissement théorique et un champ d'étude large.

Il traite aussi d'une crise longue, dont le mode de résolution est lui-même complexe et dont la réforme des lois de faillite d'entreprise, loin d'en être un développement, est au contraire une clé des mécanismes d'incitation introduits par les autorités. Or ce champ de l'économie, mûre outre-atlantique, est encore à défricher en France. Pour cette raison, cette extension aux principes de la faillite est sans doute la plus forte valeur ajoutée de cette thèse. A l'issue de ce travail, nous sommes convaincu que le droit et la science économique ont beaucoup à échanger. L'économie doit prendre toute la nuance du fait juridique, comme principe de formalisation et donc de coordination des comportements. Le droit doit aussi s'inspirer des concepts rationnels utilisés en science économique pour se construire, et répondre aux nouveaux enjeux de propriété qui apparaissent avec l'évolution du cadre concurrentiel, avec les innovations technologiques, etc. Loin de désincarner l'économie, la libéralisation financière génère une demande de droits pour défendre l'anonymat et la liquidité, un besoin d'affiner constamment les responsabilités associées aux décisions économiques qui donne de plus en plus d'importance aux questions de droit de la propriété, de droit des contrat, droit des faillite, etc. Le lourd travail de décryptage de la politique prudentielle japonaise est également une importante valeur ajoutée. Nul part dans la littérature nous n'avons vu une explication complète de la stratégie des autorités et de la dynamique institutionnelle qu'elle impliquait, explicite et rattachée à un cadre théorique capable d'y associer le recul nécessaire au jugement. Nous remercierions les autorités japonaises pour le temps qu'elles ont mis à résoudre cette crise et qui nous a permis d'achever ce travail, si elles n'avaient pas aussi entretenu l'opacité et une pollution informationnelle qui a considérablement alourdi notre tâche ! Nous avons mis également un soin particulier à traiter le chapitre théorique, parce que comprendre où dans la théorie des fluctuations se situe le problème de la faillite, était crucial tant pour expliquer l'impact macroéconomique des dysfonctionnements du système de crédit que pour montrer, en bon keynésien, que la trappe à liquidité au Japon n'aurait pas dû exister. Enfin, une difficulté particulière a été d'aborder les questions macroéconomiques sans se borner à synthétiser ce que l'innombrable littérature conclut sur ce thème. De ce point de vue, si ce chapitre ne comporte pas de travail quantitatif mais se présente d'emblé comme une synthèse, la plus-value tient à sa mise en cohérence au regard d'une problématique d'ensemble centrée sur celle de la faillite et de la liquidité. Il tient enfin à la forte résonance de ses conclusions avec la construction théorique de l'ouvrage, une théorie de la monnaie dont on a encore aujourd'hui du mal à admettre que l'on vit avec depuis les années trente.

Pour guider la lecture

Pour guider la lecture de cet ouvrage, la progression de la réflexion dans le corps du texte est banalisée par des mots ou parties de phrases mis en gras. Ils pointent les concepts centraux, et mettent en évidence les articulations dans le raisonnement à l'intérieur de chaque section. Egalement, des paragraphes en typographie réduite ponctuent cette progression. Ils sont utilisés pour visualiser les endroits où sont présentés les plans de chapitre et de parties de chapitre, et les points de résumé sur le raisonnement en cours. Leur usage n'est pas identique pour tous les chapitres, mais adapté aux besoins particuliers des différents thèmes traités. Ils aident à structurer la lecture et facilitent une relecture rapide. Dans le même esprit, l'ouvrage est divisé en deux parties, « *la liquidité sans la faillite* » et « *la faillite sans la liquidité* », qui s'ouvrent chacune sur un court exposé de transition, expliquant la problématique commune aux différents chapitres qu'elles contiennent. Ces petits exposés permettent d'éclairer la manière dont s'articulent les préoccupations macro et microéconomiques de l'ouvrage. Enfin, chaque chapitre commence par un exposé de la problématique abordée, du plan et des principales conclusions. Compte tenu de l'éventail des domaines qu'il a été nécessaire d'aborder dans cet ouvrage pour traiter notre sujet, nous avons étoffé ces exposés introductifs. Une bibliographie est compilée en fin d'ouvrage, enrichie d'une liste des abréviations utilisées, avec une indication du domaine d'étude auquel elle renvoie (Japon/Grande Dépression).

A l'intérieur de chacun des trois chapitres empiriques traitant de la macroéconomie (III), de la stabilisation bancaire (IV) et des procédures légales de restructuration d'entreprises (V), on éclaire les problématiques de faillite et de liquidité dans la crise japonaise à la lumière de l'expérience de la Grande Dépression. Cette analyse comparative n'est donc pas menée d'un bloc mais décortiquée en trois volets permettant un travail d'analyse plus poussé. L'inconvénient de cette approche est que la lecture est plus difficile pour qui n'a pas en mémoire le déroulé général de chaque crise. Le document est donc ponctué de synoptiques des deux crises, que l'on trouvera référencés dans la table des matières et dans l'Encadré 7.

Première Partie : la liquidité sans la faillite

La crise japonaise du côté du passif...

ou un retour aux sources de la macroéconomie

« Prenez un cercle, caressez le, il deviendra vicieux »

Eugène Ionesco, maître de l'absurde

La cantatrice chauve, sc 1.

La trame de cette première moitié de l'ouvrage est la question suivante : quelles sont les limites d'une gestion macroéconomique de la crise ? Dit autrement : à quels enjeux, qui apparaissent pendant la crise, la politique conjoncturelle contra-cyclique ne répond-t-elle pas ? La réflexion est structurée en trois temps, qui sont aussi les trois chapitres de cette partie.

- Dans le premier, il s'agit de poser le cadre théorique de notre réflexion : comment justifier théoriquement la régulation conjoncturelle par l'acteur public ? La réponse, sur le fond, est : parce que nous vivons dans un monde fait d'incertitude. Ce principe est une préoccupation nouvelle des grands théoriciens classiques, née des besoins d'accumulation de capital de la première révolution industrielle, et explique l'ouverture de leurs ouvrages sur l'économie politique. L'économie classique l'a ensuite perdue de vue, s'ancrant sur le dogme du sentier de croissance équilibrée défini par l'équilibre dynamique pareto-optimal et son corollaire, la dichotomie réel/monétaire et la neutralité de la monnaie. Ce principe d'incertitude est aussi le point de départ de la révolution keynésienne. Mais cette fois-ci, il est explicite et conduit à une théorie de la monnaie dans laquelle celle-ci n'est plus un bien physique mais un bien public, produit par une organisation, et à une théorie nouvelle de la détermination monétaire du taux d'intérêt. Cette *constitution monétaire* de nos économie permet à la science économique de lui restituer son champs d'origine, une science développant des outils d'analyse rationnels pour comprendre et organiser la production, la répartition et l'échange, mais dont il ne faut pas oublier qu'elle est ancrée dans une économie politique. L'étude de la crise japonaise et de la Grande Dépression illustrera ô combien ce propos. En particulier, le principe d'incertitude au cœur de la reformulation de la théorie de l'intérêt, affirme que la convention d'endettement est une notion fondamentalement subjective, de sorte que la prédiction des défauts et de leur résolution comporte elle-même un fond d'incertitude. Ces conclusions renvoient à une théorie keynésienne de l'instabilité économique et à la nécessité de politiques contra-cyclique, mais également, au niveau micro, aux deux institutions qui gèrent les défaillances du marché et qui par conséquent le structurent : le prêt en dernier ressort de la banque centrale et les lois de faillite pour les banques et les agents réels privés. Ces institutions ont un caractère éminemment public, car aucune organisation privée constituée dans le cadre du marché ne peut les créer spontanément ni les remplacer. C'est la raison pour laquelle la manière dont l'acteur public les conçoit a une influence directe sur les comportements microéconomiques dans le marché et indirecte mais forte sur l'efficacité de ses politiques macroéconomiques contra-cycliques. Ainsi, la notion d'incertitude est le trait d'union

entre la gestion macro et celle micro de la crise. Une conclusion cruciale pour la suite est que les institutions qui encadrent l'organisation monétaire d'une économie –la banque centrale, le budget et la règle de paiement– justifient leurs existences par leur capacité à garantir la liquidité de l'économie, c'est-à-dire par leur capacité à empêcher que, dans des économies où l'échange monétaire est réalisé de manière décentralisée et hors l'équilibre, où donc les agents s'observent pour améliorer leurs prévisions, l'incertitude paralyse les mécanismes d'allocation des facteurs.

- Dans un deuxième temps, de cet objectif de garantie perpétuelle de liquidité affecté à la collectivité des institutions qui encadrent l'organisation monétaire, on tire des grands principes de comportement de la banque centrale et du budget. Dès lors que ces institutions sont solidaires, leurs objectifs individuels sont impossibles à définir autrement que par ce qu'elles ne peuvent pas faire, plutôt que par ce qu'elles peuvent faire. En posant les grands principes qui permettent d'articuler le dernier ressort et la politique monétaire d'un côté, les composantes monétaire et budgétaire du *policy-mix* de l'autre, on montre que la conséquence première de cette construction monétaire fondée sur l'incertitude est qu'il est impossible d'aborder les politiques macro-économiques comme des règles de comportement systématique. Tout au contraire, la composante discrétionnaire doit croître avec l'amplitude des fluctuations de l'activité.

- Cette introduction sur les principes de la politique économique est développée dans un petit chapitre de transition. Elle s'ouvre sur le troisième temps de cette partie, et son dernier chapitre. Le propos théorique s'appuie cette fois-ci sur l'expérience empirique de la crise japonaise contemporaine, mise en relief dans une analyse comparative avec l'expérience de la Grande Dépression des années trente aux Etats-Unis. La complémentarité de ces deux cas empiriques tient à ce qu'ils décrivent deux crises face auxquelles les politiques conjoncturelles n'ont pas eu les effets attendus, malgré leur caractère apparemment expansionniste, et ce, pour deux raisons.

Dans chacun des cas, l'une des deux institutions micro gérant les défaillances de marché était elle-même défaillante. En perturbant la réallocation des facteurs dans l'économie, en distendant les relais de la croissance, elle a, dans chaque cas, réduit l'efficacité des politiques de soutien à l'activité. Pour la Grande Dépression, la mauvaise compréhension de la fonction de prêt en dernier ressort de la banque centrale relève d'une crise de maturité des institutions monétaires : l'apprentissage de la gestion macroéconomique active de la politique monétaire et de son rapport instable avec les prix d'actifs et avec la liquidité bancaire. Il s'agit de reconnaître que l'instabilité du désir de liquidité, qui fonde le prêt en dernier ressort, fonde aussi la politique monétaire. Pour le Japon, l'institution défaillante symétrique du PDR est la règle de faillite –crise de la régulation financière–, où la politique prudentielle relâchée s'ajoute à des procédures de

faillite impraticables pour réduire l'efficacité du système de crédit en terme de capacité de prise de risque et en terme d'allocation des sources de financement. Cette opposition –crises de régulation monétaire/régulation financière– réduit dans les deux cas l'efficacité des politiques macroéconomiques. Mais parce que dans chacun elle pose différemment le problème de la rareté du capital, elle implique aussi que les politiques conjoncturelles doivent être employées de manière différente, tout particulièrement en matière de politiques monétaire et de change. Tandis que le couplage de ces deux instruments était bien adapté pour sortir de la trappe à liquidité dans laquelle la Fed se trouvait dans les années trente, l'incapacité des autorités japonaises à maîtriser la règle de paiement leur a confisqué leur capacité d'influence sur la valeur externe du yen. Elles ne pouvaient alors compter que sur les instruments monétaire et budgétaire.

L'incapacité des politiques monétaire et budgétaire à résoudre la crise d'anticipations résulte aussi d'une crise de régulation de ces institutions. Aux Etats-Unis, où le budget fédéral et la banque centrale émergent seulement comme des instances de régulation macro, c'est une crise de maturité, dans laquelle la faible légitimité politique de ces institutions s'explique économiquement par une théorie de la monnaie et des fluctuations encore mal connue. Cette méconnaissance de leurs fondements ne permettait pas de diagnostiquer leur orientation restrictive et donc, de justifier la forte expansion qu'exigeait la gravité de la crise. Dans le cas du Japon, la théorie des crises est largement connue et les institutions de la régulation macro sont fondamentalement keynésiennes dans leurs constructions. Mais les autorités en charge de les gérer ont perdu de vue ces fondamentaux : l'ancrage de la macroéconomie dans la microéconomie –en particulier dans la qualité de la règle de paiement–, et la possibilité d'une coordination hors marché des deux composantes du *policy-mix*. C'est une crise d'institutions keynésiennes, en quête de crédibilité pour guider les anticipations, et qui trouvent dans les théories classiques des arguments faciles pour la soutenir, mais faux.

- Un point doit cependant être précisé ici : si les Etats-Unis auraient pu entrer dans un nouveau cycle financier sans résoudre sur le fond la question du prêt en dernier ressort –mais à condition d'une intense activité budgétaire et monétaire–, il n'était pas possible pour le Japon de dépasser les blocages produits par la règle de faillite, par la seule activation des politiques macroéconomiques. C'est le sens du titre de cette première grande partie, *la liquidité sans la faillite*. Les théories prékeynésiennes, qui se focalisent sur les mécanismes d'allocation des facteurs pour expliquer les fluctuations, sont paradoxalement incapables de justifier positivement la faillite et par conséquent, d'intégrer dans leur construction théorique une définition de la viabilité de la règle de paiement. C'est la théorie keynésienne de la monnaie qui permettra enfin de combler ce manque, justement parce qu'elle part de ce principe d'incertitude. Mais là encore, second

paradoxe, les mécanismes macroéconomiques habituellement décrits, et dont l'existence est justifiée par ce principe d'incertitude, supposent implicitement que cette règle de paiement ne pose pas de problème. L'amalgame longtemps entretenu par l'Ecole de la Synthèse entre la politique macroéconomique dite keynésienne et les théories du long terme y est pour quelque chose, car elle a fait perdre à cette discipline son *fonds de science sociale* et en particulier, son ancrage dans les constructions sociales et juridiques disant le droit de la propriété. Cet amalgame a aveuglé les autorités japonaises, voire leur a servi de justificatif pour se borner à un traitement macroéconomique de la crise bancaire, testant l'hypothèse suivant laquelle on peut répondre par la garantie de liquidité à une crise de solvabilité bancaire. Cette expérience les conduira à la conclusion prévisible qu'une règle de paiement non viable implique, non seulement qu'on ne peut plus utiliser les institutions de la liquidité 'comme d'habitude' –i.e. comme dans la dépression des années trente–, mais aussi qu'elles ne peuvent tout simplement plus être une garantie de liquidité perpétuelle pour l'économie autrement dit, que le régime monétaire n'est plus viable.

- Chapitre I -

La liquidité au fondement des fluctuations macroéconomiques

- 1. Une histoire réelle des fluctuations... ou vers l'intégration des théories de la valeur et de la monnaie dans les théories hétérodoxes des fluctuations*
- 2. Une histoire monétaire des fluctuations... ou la théorie keynésienne de l'instabilité financière & de la demande effective*
- 3. Une histoire financière des fluctuations... ou l'apport des conventions d'anticipation dans la compréhension des dynamiques de la liquidité*

Chapitre I / La liquidité au fondement des fluctuations macroéconomiques

« On s'est toujours interrogé dans la perspective suivante : quelles sont, pour la connaissance, les sources les meilleures, les plus sûres, celles qui ne nous induisent pas en erreur, et auxquelles, en cas de doute, nous pouvons et nous devons nous en remettre en dernière instance. Je propose de considérer, au contraire, qu'il n'existe pas de source idéale de cet ordre, comme il n'existe pas de gouvernement idéal, et que toutes sont susceptibles de nous entraîner parfois dans l'erreur. Et je suggère par conséquent de substituer à cette problématique une autre problématique tout à fait différente : de quelle manière pouvons-nous espérer déceler et éliminer les erreurs ? » (...) « Il ne faut pas confondre les problèmes d'origine ou de pureté générique avec les problèmes de validité ou de vérité. »

Karl Popper, *Des sources de la connaissance et de l'ignorance*, p.134.

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : l'incertitude et les deux facettes de la crise

• Ce chapitre cadre théoriquement l'explication des crises japonaises et de la Grande Dépression élaborée au long de cet ouvrage. Il ne s'agit pas encore de faire des propositions pour la conduite des politiques économiques. Pour l'heure, il s'agit de répondre au problème suivant. Puisque la démarche popperienne dans laquelle ce travail veut s'inscrire consiste à poser le **principe d'incertitude** comme un fait irréductible –nous ne connaissons pas l'avenir–, *comment une théorie complète des fluctuations de l'activité peut être construite quand elle a ce principe pour point de départ ?* La réponse est fournie en trois temps, qui correspondent chacun aux trois parties du chapitre.

Le **premier** (1) s'intéresse aux théories hétérodoxes du cycle, pour montrer que dès lors qu'on introduit l'incertitude dans l'économie, la dialectique classique, fondée sur la dichotomie entre les phénomènes réels et monétaires ne permet plus d'expliquer les fluctuations de l'activité. Deux idées force ressortent : le régime monétaire n'est pas neutre sur l'activité, et le désir de liquidité des agents peut nourrir une dynamique cumulative de croissance ou de dépression. Il s'ensuit d'une part, que la question du mode de production et des conditions d'accès à la liquidité est placée au cœur de l'activité, alors que la théorie dichotomique classique l'ignorait totalement en assimilant la monnaie à un bien comme les autres, et que d'autre part, le taux d'intérêt devient un concept macroéconomique avant la lettre, puisque comme la liquidité, il est fondé sur une dimension collective. C'est justement le point de départ de la Doctrine keynésienne de la liquidité, que l'on voit dans la **deuxième partie** de ce chapitre (2). Le rapport des agents à la monnaie et à la prise de risque est déterminé sous l'angle de l'appréhension de la liquidité dans un univers incertain. D'une certaine manière, la monnaie permet aux agents individuels de reporter l'angoisse de l'incertitude sur la collectivité. Ceci fonde la détermination monétaire du taux d'intérêt, la discipline macroéconomique –le moteur de l'investissement et la demande effective– et la sensibilité de l'environnement aux états de confiance

des agents. Comme l'existence de ces états de confiance exclut un niveau de prise de risque et une structure financière idéals, il faut appréhender les fluctuations de l'activité et les retournements sous l'angle de la fragilité des positions financières des agents au regard de la liquidité, laquelle fragilité croît par myopie des agents dans la croissance, plus consciemment mais subie pendant la crise, quand la liquidité disparaît. Par ailleurs, la théorie keynésienne de la monnaie étant fondée sur le rapport des agents à la liquidité, la monnaie, générée par le crédit, n'est plus un bien comme les autres mais une institution, définie par l'organisation du système de paiement qui rassemble les banques. La qualité de la circulation monétaire dépend alors de la politique macroéconomique mais celle-ci doit elle-même s'insérer dans une *constitution monétaire*, rassemblant les deux règles micro qui assurent et déterminent les conditions de fonctionnement du système de paiement, le prêt en dernier ressort et la règle de faillite. La **troisième partie** du chapitre (3) creuse le concept de fragilité à partir du constat suivant : si l'appréhension de la liquidité par les agents ramène les comportements bancaires au cœur de l'activité économique, il faut aussi s'intéresser, d'une part, au rapport des banques et des autres agents à la liquidité financière, donc aux conséquences de la déréglementation financière sur les propriétés de stabilité de l'économie et d'autre part, à la manière dont les banques elles-mêmes organisent leur offre de crédit. Ces deux questionnements aboutissent à une même conclusion : dans un univers fait d'incertitude, plus les stratégies rationnelles de réduction des risques dus aux asymétries informationnelles semblent microéconomiquement efficaces, plus elles élèvent l'instabilité macroéconomique en intensifiant les interdépendances entre agents et nécessitent, pour maîtriser le risque conjoncturel, des politiques macro fréquentes et vigoureuses. En densifiant les interdépendances sur les marchés du financement et donc, l'intérêt des agents pour les comportements rationnels stratégiques, la libéralisation financière comme les pratiques de réduction des asymétries informationnelles appellent aussi à un usage croissant des institutions micro de gestion des défaillances de marché, le prêteur en dernier ressort et la règle de faillite. Cette dernière partie renvoie donc au court chapitre de transition qui suit, consacré au *policy-mix*, et à la seconde partie de l'ouvrage, consacrée à l'institution de la faillite.

- L'ordonnancement du chapitre présenté ci-dessus décrit l'histoire de la redécouverte et des conséquences de la réintroduction du principe d'incertitude dans la théorie économique des fluctuations de l'activité. A première vue, cette réflexion d'histoire de la pensée économique est bien éloignée du cas très concret qui nous préoccupe, celui de la crise japonaise. **Un second axe de réflexion traverse ce chapitre**, parallèlement à notre histoire de l'incertitude, dont la problématique retranscrit plus directement celle de la crise japonaise, centrée sur les interactions entre l'instabilité bancaire et la crise immobilière d'un côté, et la crise conjoncturelle de l'autre. Il s'agit de comprendre comment se complètent et s'articulent entre elles les deux manières d'appréhender les fluctuations de l'activité entre d'un côté, (i) une approche théorique originelle qui les voit comme un problème réel de réallocation des facteurs de production, et met en avant les contraintes physiques d'accumulation, d'écoulement des actifs et les conditions de concurrence, et où la dynamique du prix relatif interne qui dirige le cycle s'explique en quelque sorte en terme de *temps réel* ; et de l'autre côté, (ii) l'approche monétaire, plus récente, où les fluctuations de l'activité sont appréhendées sous l'angle des conventions d'anticipation. Cette fois ci, c'est le rôle de la liquidité et des fragilités financières qui est mis en avant et domine les mouvements de prix relatifs. Dans cette approche, d'une certaine manière, on substitue à la

notion de *temps réel* originelle celle élastique du *temps de la finance*. Dit plus simplement, on substitue au temps la liquidité. Ces deux histoires sont une manière pédagogique d'aborder l'étude d'une crise, reliant les deux versants du problème de l'accumulation du capital, l'investissement ou dit autrement, le choix et la mise en valeur de l'actif et l'autre côté du bilan, la structure du passif, l'endettement. La réflexion sur l'incertitude retrouve alors tout son intérêt, parce que l'histoire de sa redécouverte est en fait, on le verra, l'histoire de la réconciliation des deux dimensions de la crise que sont les problématiques d'allocation et d'anticipation. Elles se complètent et s'influencent mutuellement. Ces deux rails que nous suivons, l'incertitude et la dimension duale de la crise préparent ainsi aux chapitres suivants consacrés au Japon où l'on voit que, justement, l'efficacité des politiques macroéconomiques, amputée par une règle de paiement molle qui détériore les fonctions d'allocation des facteurs, détériore à son tour les performances de l'institution de la faillite, puisque l'illiquidité des marchés, en accroissant les enjeux de redistribution dans les restructurations bancaires et d'entreprises, accentue le risque moral.

L'ordonnement du chapitre suivant ce second axe se présente alors comme suit : la ***première partie*** du chapitre, consacrée aux théories hétérodoxes du cycle, n'est plus une histoire de la redécouverte de la notion d'incertitude, mais une présentation de l'interprétation réelle des fluctuations, où l'on élargit progressivement la discussion sur les besoins de réallocation à la question des modes de réallocation : la règle de paiement. Dans l'histoire que l'on raconte sur l'incertitude, cette dimension de la crise n'est insatisfaisante que parce qu'elle est utilisée par des théories de la monnaie-marchandise, fondées sur la neutralité de la monnaie ou la recherchant. La ***deuxième partie*** explique comment Keynes l'utilise pour jeter les bases de sa théorie de la monnaie et de la détermination monétaire de l'intérêt, complétant ainsi l'interprétation originelle de la crise par une nouvelle approche, complémentaire, celle de la formation des anticipations et de leur rapport à la liquidité. La ***troisième partie***, qui développe cette nouvelle approche en étudiant la formation des conventions de marché, permet d'expliquer les effets ambivalents de la déréglementation financière et des innovations contractuelles dans les relations de crédit sur les propriétés de stabilité de la conjoncture. Mais si elle met de côté la problématique originale en terme d'allocation des facteurs, ce n'est que par commodité de raisonnement. Les fondements microéconomiques de la macroéconomie demeurent : la théorie des conventions d'anticipation n'est pas une théorie complète des fluctuations parce qu'elle ne parvient pas à expliquer seule la monnaie. Pour cela, pour asseoir sa règle de paiement, elle a besoin de l'institution de la faillite.

1. Une histoire réelle des fluctuations... ou vers l'intégration des théories de la valeur et de la monnaie dans les théories hétérodoxes des fluctuations

Le problème initial et les portes ouvertes par les approches hétérodoxes du cycle

- Commençons par énoncer le *paradoxe de Gibson*. Il oppose deux problèmes. D'un côté, la vision quantitativiste de la monnaie que la théorie classique a tiré de Ricardo prédit qu'une fluctuation de la masse monétaire provoque, en partie, une fluctuation dans le même sens du niveau général des prix, et en partie une fluctuation temporaire en sens contraire du taux d'intérêt. De l'autre, dans son monumental ouvrage, Tooke [1838...1857], montre une corrélation positive entre le niveau des taux d'intérêt de marché et le niveau général des prix sur près de soixante ans. Ce paradoxe conduit à faire deux hypothèses non-exclusives l'une de l'autre. La première est que la monnaie ne serait pas bien comprise par la théorie et dans ce cas, il faudrait redéfinir son objet. C'est l'interprétation de Tooke, chantre du *banking principle*, qui rejettera la théorie quantitative et affirmera que la monnaie est fondamentalement distincte du crédit et du capital (Tooke [1844]) La seconde est qu'il existerait des perturbations qui ne seraient pas d'origine monétaire, et dans ce cas, Tooke aurait décrit un phénomène réel. Autrement dit, la perturbation monétaire observée aurait été déclenchée par un changement dans la structure de la dépense et des prix relatifs et en accentuerait les effets, au moins sur un horizon rapproché.

Ce constat de Tooke est le point de départ des théoriciens hétérodoxes du cycle, de l'Ecole Autrichienne –Böhm-Bawerk et Hayek–, à Wicksell puis Fisher. Hétérodoxes parce qu'ils cherchent tous à expliquer ce paradoxe en sortant la monnaie de sa stricte neutralité, mais orthodoxes sur le fond parce qu'aucun ne s'intéressera de près au comportement du système bancaire et au rapport de la monnaie à l'organisation bancaire, comme Tooke le suggérait. Fisher [1933] sera celui qui s'y intéressera de plus près. Il faudra attendre la théorie keynésienne pour que cette remise en cause de la théorie monétaire conduise à une conception positive alternative de la monnaie. Entre temps, la monnaie n'est pas vraiment prise au sérieux parce que les banques ne le sont pas non plus. On décrit ci-dessous ce rapprochement : l'approche autrichienne du cycle (1.1.), l'instabilité économique qui en résulte quand adossée à un régime de crédit pur (1.2.), les interprétations opposées et partielles de Wicksell et Hayek, et (1.3.) la réponse complémentaire de Fisher, par le désir de liquidité et le taux d'intérêt réel comme niveau du risque (1.4.). En s'intéressant aux conditions de développement du crédit et de la demande de dépôt, il ouvre la porte à l'interprétation de la monnaie, non comme un bien, mais comme une institution, un système de paiement organisé (1.5.).

- L'intérêt des deux premières analyses théoriques des fluctuations est d'avoir cherché, en premier lieu, à comprendre comment les variations de prix relatifs propagent les progrès de productivité dans l'économie et comment le système monétaire, qui alloue les financements, intervient dans cette dynamique. Leur univers, éloigné des anticipations parfaites des néo-classiques, aboutit à une conclusion-clé : manifestement, le type de régime monétaire –étalon

métallique versus monnaie crédit– surdétermine les propriétés de stabilité de l'économie. Tandis que les Autrichiens avec Hayek à leur tête en concluront qu'il faut abandonner le système de crédit pur, Wicksell adoptera une attitude radicalement opposée, puisque pour contenir l'influence déstabilisante du crédit pur, il sera le premier économiste à promouvoir l'adoption par la banque centrale d'un objectif macroéconomique de stabilité des prix. D'où vient cette divergence ? Les premiers rejettent la définition classique de la monnaie réduite à un bien comme les autres, mais dans le fond, raisonnent eux aussi dans une logique de fonds prêtables pour maintenir la référence à l'équilibre *Pareto-optimal*. Il s'ensuit que si la monnaie n'est pas neutre *de facto*, cette neutralité est désirée et possible. Cette reconstruction de la théorie de la valeur revient en fait à 'borner l'univers' et dire qu'il est possible de réduire l'incertitude au risque probabilisable, ce qui n'est évidemment pas acceptable comme point de départ d'une construction théorique. Le second est de ce point de vue plus cohérent parce qu'en ne se servant plus vraiment de la référence au long terme, il conserve le principe d'incertitude et ne fait pas reposer l'instabilité économique sur le régime de crédit pur : celui-ci la révèle en mettant en évidence les dysfonctionnements du jeu des prix relatifs dans l'allocation des facteurs quand les anticipations sont imparfaites. Il parvient alors à expliquer les dynamiques cumulatives, mais comme il conserve l'appui du raisonnement classique de l'agent représentatif, il ne parvient pas à expliquer les retournements. La théorie est incomplète parce que Wicksell met 'la charrue avant les bœufs' : il propose un objectif macroéconomique de la politique monétaire, lequel ne peut se concevoir que si le taux d'intérêt est défini de manière monétaire, mais sans proposer une théorie de la monnaie. Fisher, que l'on présente dans une dernière section, adoptera presque la méthode inverse : il cherchera à concilier une théorie monétariste fondée sur la dichotomie classique avec une fonction de la monnaie rejetée par la théorie classique mais qu'il est devenu impossible d'ignorer avec la Grande Dépression : la fonction de réserve de valeur. Par rapport à l'approche hétérodoxe autrichienne et à celle de Wicksell, cela aboutira à l'intuition de la déflation par la dette, qui fait du comportement vis-à-vis de la liquidité un moteur de l'activité, et impose de sortir le système de crédit de sa neutralité pour le mettre au cœur de l'analyse des fluctuations.

1.1. L'approche autrichienne du cycle : le problème du délai d'accumulation dans l'allocation des facteurs

- Comment la valeur est-elle créée ? A cette question, Ricardo répondait qu'elle est produite par le travail. Cette réponse s'entend d'une économie dans laquelle le capital circulant se confond avec la production, typiquement, les économies antérieures à la première révolution industrielle, essentiellement fondées sur l'agriculture et l'élevage. Leur croissance suit une loi organique. Pour

autant, Ricardo [1821] pris la peine d'ajouter à son ouvrage un chapitre intitulé « *de l'industrialisation* », pour expliquer que le passage à la première révolution industrielle modifierait radicalement les ressorts de la croissance. Cette précision prédit l'incomplétude d'une théorie de la dynamique d'accumulation à partir de la seule théorie de la valeur ricardienne. En introduction à son modèle d'accumulation, Wicksell explique d'ailleurs qu'elle permet d'évaluer le coût de production d'une bouteille de vin consommée dans l'année, mais pas pourquoi une bouteille de vin vieilli en cave coûte plus cher qu'une bouteille de l'année en cours, alors que cette maturation coûte peu en main d'œuvre. Il faut donc entrer dans une nouvelle logique économique : si les biens et services consommés nécessitent pour leur production de plus en plus de produits intermédiaires, la croissance économique ne dépend plus d'une loi organique mais de la capacité de l'économie à les fabriquer et, surtout, du temps qu'il faut pour cela.

Pour aborder la théorie des fluctuations et résoudre le paradoxe de Gibson, Wicksell s'inspire alors de la tradition autrichienne ouverte par Böhm-Bawerk [1889] parce qu'elle introduit explicitement la question de la mobilisation des biens capitaux et de son coût en terme de temps d'ajustement¹. Dans une théorie qui rejette les anticipations parfaites, cette approche est intéressante.

- Le mécanisme central s'appuie sur le *triangle de Jevons* (cf. **Figure 1**). A chaque période, il existe une quantité finie de ressources disponibles dans l'économie –*stock of subsistence*–. Celles-ci –le travail et les biens existants– sont affectées à la consommation courante ou à la constitution de capital pour produire la consommation future. L'investissement s'apparente donc à un *détour de production*. Or si pour consommer il faut investir, pour investir il faut aussi investir : il faut construire les machines. Ce détour de production peut donc être vu comme la longueur d'un processus de production, qui s'allonge en phase d'expansion et se réduit pendant les crises. Elle a deux dimensions. La première est le nombre de stades –biens– intermédiaires avant de parvenir à la production de biens de consommation finale. Le développement économique se définit donc comme des structures plus complexes pour produire des biens de consommation plus variés – base et hauteur du triangle varient conjointement–. La seconde dimension est le temps qu'il faut pour que la production d'un bien devienne rentable. Cela peut correspondre à la longueur de la chaîne d'intermédiaires et au temps de gestation d'un investissement. Dans ce triangle, la structure du processus de production est rentable seulement si les deux côtés de l'angle droit s'allongent dans des proportions conformes aux contraintes techniques et aux préférences des ménages. En terme dynamique, cette approche par le détour de production dit que tout surcroît d'investissement crée une demande nouvelle d'investissement, et celle-ci sera d'autant plus forte

¹ Brems [1988] rappelle que Böhm Bawerk s'intéresse seulement au capital circulant. Il ne conduit pas de raisonnement en terme de stock –niveau de capital fixe–. C'est Åkerman (1923) et Wicksell (1935) qui vont passer à cette étape les premiers.

que les biens finaux désirés sont complexes. Or se pose un problème d'ajustement, initialement posé de la manière suivante : compte tenu de la quantité limitée de facteurs disponibles, la chaîne d'investissements déclenchée accentue le détournement de l'usage des facteurs de la production des biens finaux vers celle des biens capitaux. Il s'ensuit une pression inflationniste : les biens de consommations sont rares et leur prix P_C augmente, mais le prix des biens capitaux P_I augmente encore plus vite du fait de la lenteur des ajustements réels nécessaires pour répondre à la dynamique de l'investissement. C'est l'effet d'entonnoir. Le poids de la consommation dans la dépense et le revenu brut diminue au profit du secteur intermédiaire : le triangle se déforme.

Si ce déclenchement n'est pas motivé par un changement des préférences des ménages ou de la technologie, ces changements décrivent –dans le vocabulaire classique– une *épargne forcée* pour les ménages, et implique pour les entreprises, une réduction de la productivité marginale du capital – du fait de son abondance –, masquée par l'inflation. La théorie classique dit en substance que le taux d'intérêt exigé par les ménages en tant que prêteurs et défini comme le prix du sacrifice au renoncement de la consommation présente, est déconnecté de la productivité réelle des entreprises. En anticipations parfaites, les promesses de consommation future ne peuvent être tenues et l'effet Pigou intervient. Quand les anticipations ne sont pas parfaites, le problème posé par l'effet d'entonnoir dans le secteur intermédiaire est que la forte hausse de P_I qu'il provoque – hausse temporaire – risque de tromper les producteurs de biens intermédiaires et les encourager à déclencher une nouvelle vague d'investissement pour accroître encore leurs capacités. A la différence de la théorie classique, les Autrichiens disent en substance que si l'investissement augmente sans être provoqué par un choc réel, de nouvelles erreurs sont inévitables. Et s'il y a correction, celle-ci conduira à de nouvelles erreurs dans l'autre sens, à cause de la lenteur de l'ajustement –i.e. la liquidation des biens capitaux dans la crise², de sorte que s'il y a convergence vers l'équilibre, l'ajustement se fait par oscillations³.

Le rôle central du mécanisme des prix relatif P_I/P_C doit être compris à l'aune de l'effet d'entonnoir dans l'expansion et des difficultés d'écoulement en période de récession. En fait, l'école autrichienne insistera progressivement, moins sur la notion de sacrifice de la consommation présente, qui s'appuie sur l'idée que des facteurs de production vont effectivement transiter du secteur des biens finaux vers celui des biens intermédiaires –ce qui fait trop penser à l'effet Pigou–, que sur celle de l'attente qui provoque le mouvement de prix sur les

² Il est d'ailleurs possible que ces erreurs, ces surajustements de l'investissement interviennent même quand le choc est réel et justifie un changement du rythme d'accumulation.

³ On décrit ici le schéma général autrichien. Pour le modèle original de Böhm-Bawerk, on peut voir Dorfman [1959]. Il interprète graphiquement la théorie de Böhm-Bawerk, sans toutefois proposer d'analyse critique. Pour une critique de la théorie de l'intérêt chez Böhm-Bawerk, on peut se référer à Kruger [1982].

biens intermédiaires. La lenteur de l'ajustement ne s'explique pas juste en terme de disponibilité des facteurs primaires, ces facteurs n'étant pas adaptables immédiatement aux secteurs, mais plutôt en terme de reclassement de biens durables surabondants, non comme des facteurs ordinaires affectés à un secteur, ce qui est le cas chez Böhm-Bawerk. Hayek parlera des *biens spécifiques* : il s'agit d'actifs physiques, de technologies dont l'acquisition aura nécessité du temps et surtout, dont la rentabilité est liée à leur usage particulier dans les secteurs intermédiaires qui se trouvent les plus en amont du processus de production, les plus innovants, les plus nouveaux, les moins standards, et les premières victimes en cas de crise. Ainsi, si le développement de ces secteurs pendant l'expansion n'est pas justifié *ex-post*, les biens spécifiques qui y sont concentrés seront difficiles, voire impossibles à utiliser, d'où des prix de liquidation très bas, une chute des revenus et finalement, un gâchis dans la crise. En ce sens, dans l'approche autrichienne, le taux d'intérêt qui justifie la fluctuation des prix relatifs ne décrit pas tant un arbitrage intertemporel que l'allongement ou le rétrécissement du processus de production du triangle de Jevons.

- Dans les modèles directement inspirés de l'approche initiale de Böhm-Bawerk, on retrouve les mêmes résultats que les classiques : l'oscillation convergente de l'économie vers l'équilibre de long terme, la productivité réelle du capital, définie par la technologie et les préférences⁴. Une première raison est que sur le fond, malgré le rejet des anticipations parfaites, il y a toujours la référence explicite à l'équilibre de long terme, à travers les préférences des ménages notamment, ce qui est contraire à une approche agrégée en incertitude. Surtout, il prend le même régime monétaire de référence que les classiques : l'étalon-or pur, avec un taux de couverture or de 100%. Dans cette approche, le stock limité de monnaie crée rapidement des tensions sur les taux d'intérêt bancaires. En limitant les possibilités d'emballer des prix, la baisse de la productivité des producteurs de biens capitaux ne peut pas être masquée longtemps par l'inflation et par conséquent, le surdéveloppement du secteur intermédiaire reste limité. Le retournement est endogène et l'économie converge rapidement par oscillations vers l'équilibre parce que la suraccumulation antérieure est facile à écouler.

La convergence de vue sur le rôle de la monnaie entre le modèle autrichien et la théorie classique orthodoxe n'est qu'apparente, mais ce régime de pure monnaie métallique entretient l'ambiguïté parce

⁴ La référence de Böhm-Bawerk est à première vue classique tant dans les enchaînements que dans les résultats. Sans chocs exogènes, dans cette théorie, la croissance est stationnaire, et cette stationnarité résulte de deux mécanismes qui se compensent. D'une part, un niveau de revenu de l'économie élevé signifie une productivité du travail élevée, donc une plus grande capacité de mobilisation de facteurs pour la production. D'autre part, un revenu élevé signifie que le sacrifice du report de consommation est moins ressenti comme une contrainte. Il en résulte une baisse du *prix du temps* utilisé pour actualiser la consommation future, donc une baisse du taux d'intérêt (Brems [1988]). Ainsi, le niveau du taux d'intérêt d'une économie à la Böhm-Bawerk est déterminé par trois facteurs : le niveau de revenu, la démographie et la variation de la productivité résultant d'un allongement marginale du détour de production. Ceci revient à dire –à démographie neutre– que la croissance stationnaire est caractérisée par un taux d'intérêt égalisant la productivité marginale du capital définie par la contrainte technique de production et le prix du temps.

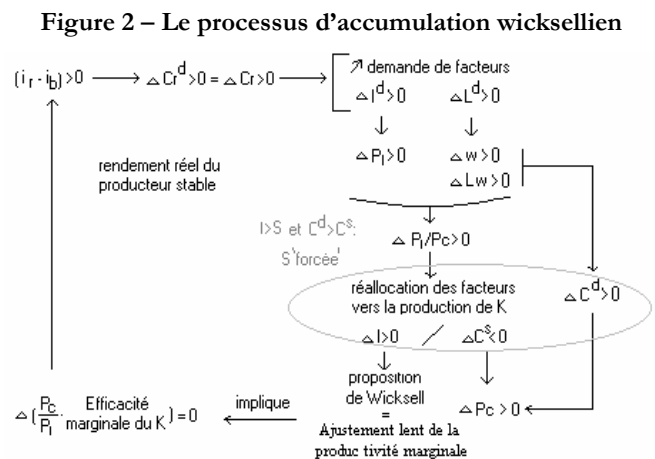
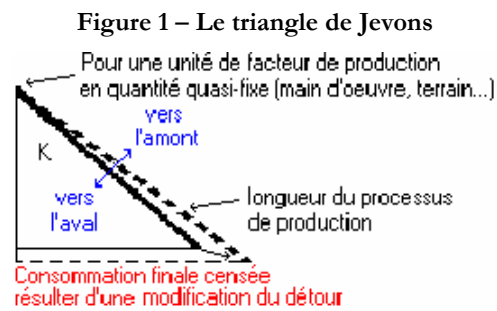
qu'il donne l'impression de respecter la définition classique de la monnaie qui fonde l'approche dichotomique classique : un bien comme les autres, intégré au panier de biens des agents, dans le '*stock of subsistence*', avec pour seule fonction celle de moyen de paiement.

Le mécanisme ressemble à celui des avances préalables des modèles classiques et les principes marginalistes semblent préservés parce que conformément aux prédictions de la loi de Say, elle ne participe pas, *in fine* à la détermination de l'équilibre. Parce qu'ici la monnaie est un stock fixe, on a eu tendance à mettre dans l'ombre le mécanisme le plus intéressant et qui apporte ***un élément de réponse au paradoxe de Gibson : le fait que les mouvements de prix relatifs peuvent être associés à un financement bancaire, sans qu'on sache quel est le sens de la causalité, de sorte qu'on peut assimiler un choc monétaire à un choc réel.*** L'idée de Wicksell est de mettre en évidence ce lien entre le mécanisme de la création monétaire et les prix relatifs, qui guide l'activité, en accolant à un modèle à la Böhm-Bawerk un régime monétaire qui ne supporte plus l'ambiguïté de la pure monnaie métallique, à savoir, le crédit pur. La question qu'il se posera alors est : comment ce modèle évolue-t-il quand la création monétaire est endogène ?

1.2. L'extension de Wicksell : l'accumulation en régime de crédit pur, ou le début d'une histoire entre la monnaie et l'instabilité

- Le modèle wicksellien reprend l'approche initiale du détour de production de Böhm-Bawerk et rejette lui aussi les anticipations parfaites. Ceci implique que (1) les principaux agents épargnants, les ménages, n'ont pas une connaissance parfaite des conditions courantes de production, de sorte qu'ils sont incapables de connaître, ni le niveau, ni la sensibilité de la productivité marginale du capital. Leur épargne, placée en dépôts auprès des intermédiaires bancaires, est rémunérée à un taux i_b fixé par ces derniers. Il sert de référence aux ménages pour élaborer leurs plans d'épargne et de consommation. Les entrepreneurs-producteurs optimisent leurs politiques d'investissement de sorte que la productivité marginale du capital (Pm_k) égale leur coût de financement externe, à savoir le taux bancaire i_b présenté plus haut, et non pas le rendement optimal défini par les contraintes techniques de production et les préférences. Il s'ensuit que (2) l'économie subit l'illusion nominale, puisque les actifs financiers -rémunérés au taux bancaire pour les ménages- ne sont pas parfaitement substituables avec les actifs des entreprises rémunérés à la productivité marginale. Sur le fond, cela vient de ce que (3) l'économie est ancrée sur le taux d'intérêt bancaire tandis que personne ne connaît l'équilibre de long terme. Précisément, Wicksell introduit un *taux d'intérêt naturel* (i_n), inspiré de Böhm-Bawerk, concept qu'il définit comme le rendement réel sur le capital nouveau compatible avec une allocation des

facteurs aux secteurs de production des biens d'investissement et de consommation, qui est telle qu'il n'y ait pas de déséquilibre entre le rythme d'accumulation du capital et celui de la demande de biens finaux. Il correspond donc à la préférence pour le présent des ménages et traduit l'équilibre dans une logique de fonds prêtables, dans laquelle la croissance est financée sans création monétaire nouvelle. Keynes [1936] le décrit simplement par le taux assurant la constance du volume des bilans bancaires... comme dans un régime de monnaie métallique pur. Ce taux d'intérêt *étalon* n'est pas connu.



- Ici, l'ancrage commun est le taux bancaire. L'apparition d'un différentiel positif entre le rendement réel de la production i_r et le taux d'intérêt bancaire i_b équivaut à de nouvelles opportunités de profits pour les entrepreneurs. Ils demandent davantage de crédits pour financer l'acquisition de facteurs de production supplémentaires (**Figure 2**). L'offre de ces biens ne peut s'ajuster que progressivement, par la mobilisation d'un nombre croissant de facteurs, biens capitaux et main-d'œuvre, par les producteurs de biens intermédiaires. Pour les attirer, ces derniers relèvent les rémunérations qu'ils offrent, produisant une poussée inflationniste sur les prix des biens d'investissement P_I/P_C et sur les taux de salaires w/P , d'autant plus fortes que l'économie est proche du plein-emploi. Dans ce dernier cas, la réallocation des facteurs vers le secteur intermédiaire se produit au détriment du secteur de production des biens de consommation. Or les ménages arbitrent entre épargne et consommation en fonction du taux bancaire et non du rendement réel de la production. Ils n'ont donc aucune raison d'accroître leur taux d'épargne. La demande de consommation s'est même accrue ($w.L$) sous l'effet d'une hausse des salaires ou de l'emploi. Le financement à crédit de l'investissement supplémentaire dans le secteur intermédiaire se retrouve donc aussi dans le désir de consommation des ménages et au niveau agrégé, dans une demande supérieure à l'offre. La raréfaction des facteurs dans le secteur des biens finaux déclenche une seconde poussée inflationniste, cette fois sur les prix des biens de consommation P_C/P_I . C'est l'*épargne forcée* décrite plus haut.

Il se produit donc un mouvement en balancier du niveau des prix relatifs (P_I/P et P_C/P). Plus l'effort d'accumulation du capital I/Y est soutenu, plus les tensions sur les prix des biens d'investissement croissent. Elles se transmettent avec retard aux prix des biens de consommation, qui renforce encore l'inflation des biens d'investissement. Puisque pour investir pour consommer, il faut d'abord investir pour investir, la hausse de P_I est toujours plus forte que celle de P_C .

- On retrouve explicitement ce qui fait la caractéristique des théories rejetant les anticipations parfaites : (1) le moteur de l'activité est nécessairement l'investissement et non plus les comportements de consommation et d'épargne, et les volumes et les prix des investissements ainsi que le crédit sont par conséquent plus volatiles que le revenu global. (2) En régime de crédit pur, le processus d'accumulation s'achève quand le taux bancaire et le rendement réel s'égalisent au niveau du taux d'intérêt naturel. Mais si le crédit cesse de croître, son encours et donc la monnaie créée en contrepartie ne disparaissent pas. Il n'y a donc pas de retour en arrière. Surtout, si la contrepartie de l'octroi de crédit est l'inflation, elle met aussi en œuvre des ajustements réels qui font qu'*in fine*, les équilibres réels ont tout de même changé. L'accroissement du stock de capital a modifié au moins le prix relatif des biens d'investissement, de sorte que la production de capital s'est accrue de manière permanente et le niveau de salaire réel a lui aussi changé. Le mouvement général des prix n'est que le reflet d'une modification durable des prix relatifs. (3) Les fluctuations de l'activité bancaire ne sont donc pas neutres, ni à court terme, ni à long terme.
- Ces conclusions nous rapprochent beaucoup du principe de la demande effective de Keynes bien sûr, et de la théorie schumpeterienne, qui relie les cycles aux vagues d'innovations et celles-ci à la finance (cf. **Encadré 5**). Elles renvoient à l'importance du crédit dans le cycle (Bellofiore [1998]), que Fisher retrouvera en glissant du quantitativisme à la théorie de la déflation par la dette. Loin de le rendre 'illégitime', l'impact déséquilibrant du système bancaire sur l'activité économique est précisément constitutif du processus d'accumulation capitaliste.

L'élément le plus problématique est que l'imparfaite substituabilité entre actifs financiers et physiques exprime une illusion nominale qui implique qu'aucun agent ne connaît les implications de ses propres comportements sur la structure des prix relatifs, sur les comportements des autres agents, ni sur le niveau général des prix. Comme le prix des biens d'investissement est le premier à bouger suite à la variation du crédit, en période d'expansion, cette illusion nominale bénéficie aux entreprises et les ménages en sont victimes. En période de récession, ce sont les entreprises qui en pâtissent. Une modification des conditions monétaires a un impact sur le prix relatif de l'investissement, de sorte qu'elle modifie le rythme d'accumulation du capital. Si on suppose la productivité marginale du capital décroissante et les taux bancaires flexibles comme en régime d'étalon-or pur, la notion de taux d'intérêt naturel est compatible avec l'hypothèse d'illusion

nominale puisqu'il y a retour à l'équilibre réel possible⁵. C'est en ce sens que Wicksell précise que le taux d'intérêt naturel n'est pas connu : c'est le régime monétaire qui permet ou non de le découvrir. D'où deux problèmes.

(i) Wicksell fait l'hypothèse, dans ses *Lectures*, que le rendement marginal de la production s'ajuste lentement aux modifications du stock de capital, ce qui implique que le retour à l'équilibre de l'économie prend du temps. Or en même temps, il avance que les fluctuations de l'activité et des prix relatifs résultent rarement de chocs d'origine monétaire et mais essentiellement d'origine réelle. Comment peut-on parler de taux d'intérêt naturel dans une économie sujette à l'illusion nominale et pour laquelle les conditions réelles de production changent souvent ? Il est plus juste de considérer que l'économie est constamment en déséquilibre et accidentellement à l'équilibre et dépend radicalement d'une politique active de régulation monétaire pour accélérer les ajustements. D'où le second problème :

(ii) En régime de crédit pur, rien n'assure le retour à l'équilibre. D'un côté, l'offre de crédit est passive et les taux parfaitement élastiques à la demande. De l'autre, l'efficacité du capital évolue lentement. Comme le rapport P_I/P_C détermine la productivité marginale du capital à l'équilibre⁶, le retournement conjoncturel, exprimé en terme de prix relatif, intervient quand ce rapport baisse, guidé par la chute des prix des biens capitaux. Or ce rééquilibrage n'est pas concevable en raison de la sensibilité toujours plus forte du prix des biens d'investissement. En crédit pur, il n'y a pas de limite théorique au processus cumulatif autre que l'implosion du système monétaire par hyperinflation ou destruction de la monnaie (Wicksell [1898]). **Le modèle propose donc une explication de l'instabilité mais pas des retournements ni des cycles, dans la mesure où les forces de rappel ne sont pas expliquées.**

1.3. Les réponses opposées de Wicksell et Hayek à l'instabilité des économies monétaires : la macroéconomie ou le retour à l'or

- L'apport principal du processus d'accumulation Wicksellien à la théorie est de proposer une explication des fluctuations à la fois réelle et monétaire : réelle parce que les variations des rendements du capital productif sont à l'origine des fluctuations et parce que les prix relatifs peuvent ne pas retrouver leur configuration initiale quand l'inflation a disparu ; monétaire car au cours du processus d'accumulation comme à son terme, la règle de crédit influence l'évolution de la productivité

⁵ C'est en ce sens que Rebeyrol [1988] relève que le concept « d'épargne forcée » et l'illusion monétaire sont deux phénomènes conjoints dans un vocabulaire classique.

⁶ Si le profit est déterminé par l'équation : $\pi = P_C \cdot C - P_I \cdot K$ et si $C = f(K)$, sa maximisation donne $P_K = P_I / P_C$;

marginale du capital et son niveau d'équilibre. La productivité marginale ressemble donc fort à une variable déterminée monétairement... comme dans la théorie keynésienne.

L'ajustement des contraintes budgétaires par les variations du crédit résultant d'un problème d'information, la création monétaire répond à ce problème d'information au moins partiellement, en desserrant la contrainte d'équilibre des échanges du marché classique. Ce faisant elle participe à la formation d'un équilibre qui n'est plus l'équilibre réel fondé sur les contraintes physiques, mais qui est monétaire et potentiellement *pareto-supérieur*. Les portes de la discipline macroéconomique sont ouvertes. On retrouve enfin des outils de base de l'analyse des processus déflationnistes, à savoir que les fluctuations du niveau général des prix expriment moins une hausse homogène de l'ensemble des prix qu'une modification de la structure des prix relatifs, et que c'est la variation du crédit qui, face à l'hétérogénéité des agents, provoque ces distorsions.

Enfin, l'ambiguïté doctrinale de Wicksell, due à la référence persistante à un taux d'intérêt naturel qu'on ne connaît pas mais qui rendrait certains types de chocs plus stabilisateurs que d'autres, est d'autant plus forte qu'il avance que les différentiels de taux à l'origine des fluctuations résultent surtout de chocs réels (guerre, catastrophe naturelle, progrès technologique, démographie...). La monnaie, loin d'être vue comme un facteur perturbant, peut au contraire exercer une influence stabilisatrice si la politique monétaire joue bien son rôle. Il en résulte une conception originale des objectifs de la politique monétaire : son rôle est de minimiser l'ampleur des fluctuations. C'est nouveau pour l'époque, et c'est la conséquence directe de l'imperfection des anticipations. Comment faire ? Puisque la création monétaire est à la fois guidée et entretient les mouvements de prix relatifs, cette dynamique instable ne peut être maîtrisée que de deux manières : soit en retournant à un étalon-or pur, soit en intervenant sur les prix relatifs, c'est-à-dire sur le coût du capital. Compte tenu du caractère non-neutre de la monnaie-crédit et par conséquent de la monnaie sur le revenu et la productivité marginale du capital réelle, Wicksell choisira la seconde solution : une politique contra-cyclique centrée sur la stabilisation des prix et prenant en compte les prix d'actifs⁷ ! Quand les prix montent, la banque centrale doit relever son taux d'escompte et vice et versa⁸. C'est en Suède que la norme de politique monétaire définie par Wicksell, la

⁷ Pour inverser une dynamique divergente, il faut que le relèvement du taux réel des banques soit tel que ce dernier dépasse la productivité marginale du capital et provoque une baisse de P_I , telle que le rapport P_I/P_C baisse. La réaction des prix des biens d'investissements sera alors d'autant plus vive que les modifications structurelles du système de production induisent des pertes exceptionnelles dues à la difficulté de liquider du capital dans les secteurs en crise, provoquant alors une forte baisse de P_I . La banque centrale doit se borner à amplifier les changements de taux d'intérêt nominaux, au-delà du mouvement de l'inflation constatée, à mesure que les changements structurels apparaissent. Cependant Wicksell précise que ces interventions dépendent fondamentalement de l'inflation acceptable pour les ménages, non d'un prix relatif idéal.

⁸ Le processus wicksellien répond au Paradoxe de Gibson [1923] exposé en introduction sur la corrélation positive entre les fluctuations des prix et du taux d'intérêt, par le souci des banques de préserver leur pouvoir d'achat en modifiant leurs taux nominaux, leurs taux réels restant 'passifs', et inférieurs au rendement réel.

stabilisation du niveau général des prix comme objectif prioritaire, fut adoptée officiellement pour la première fois par une banque centrale, en septembre 1931. Cette décision fut associée à celle de sortir du *Gold Standard*, condition *sine-qua-non* pour donner à la *Rijksbank* l'autonomie de politique monétaire nécessaire à l'achèvement de son objectif interne de stabilisation des prix (Jonung [1979]). On passait donc d'un objectif de stabilité externe de la monnaie, fondé sur une approche quantitativiste stricte et supposant un bon fonctionnement du gold standard –ce qui était douteux à l'époque– à un objectif interne de stabilisation monétaire en régime de crédit pur.

Encadré 1 – Les fondements de la théorie psychologique de Hayek *versus* Keynes : conséquences pour la compréhension des fluctuations de l'activité

- Hayek comme Keynes ont établi les principes épistémologiques de leurs théories sur la réfutation des principes empiristes, assimilant la science économique à une science naturelle. C'est au contraire une science morale, où la théorie prime sur l'observation empirique, celle-ci ne permettant ni de confirmer, ni d'infirmer la première (Rebeyrol [1988]). La théorie économique est par conséquent fondée sur des hypothèses de comportements cognitifs. C'est précisément sur ces hypothèses que Hayek et Keynes se différencient. Hayek reprend la tradition du libéralisme politique anglais et son principe fondateur de *Freedom under the law*⁹ : la fondation d'une société libérale est, non pas le produit *ex-nihilo* de délibérations de ses membres, mais un code moral commun, qui garantit leur liberté d'action au sein d'une sphère individuelle délimitant les frontières de leur propre indépendance, au sein de laquelle ils sont protégés des mesures coercitives (Carabelli & de Vecchi [2001]). La coordination des agents est assurée par un socle commun de certitudes, qui les éclaire dans la *mer d'ignorance* sur laquelle ils naviguent : la tradition, comme système de règles de conduite abstraites. Les agents agissent rationnellement en se conformant aux règles abstraites qui les rassemblent¹⁰. Hayek s'intéresse donc aux évolutions lentes des comportements humains : chacun fonde ses anticipations et sa connaissance qu'il a de l'autre en fonction de la tradition. Ce socle de convention évoluant lentement, l'équilibre réel de long terme est possible. Aussi quand il parle d'anticipation, Hayek, parle de *conventional expectations*, pour guider les agents dans leurs choix.

A la différence de Hayek, Keynes s'intéresse plutôt aux changements brusques de comportements. Il n'adhère pas à l'irrationalité des individus, comme on le lit souvent. Il affirme également les fondements rationnels des comportements économiques individuels, en les fondant, non pas comme Hayek, sur la psychologie évolutionniste et des conventions lourdes, mais sur des hypothèses de comportement logique. Ces comportements logiques, qui ne sont pas fondés sur une approche psychologique commune, ne peuvent pas prendre en compte, comme dans la théorie classique, un savoir à venir. Ces comportements logiques individuels n'ont pas de rapport direct et constant à la tradition. Pour croire à cette dernière et s'aligner dessus, il faut anticiper sur le long terme. Or Keynes décrit, lui, des comportements de court terme. Ceux-ci peuvent produire des déséquilibres macro brusques et profonds parce qu'ils sont fondés sur des conventions fragiles et facilitant uniquement l'assimilation de l'environnement immédiat, qui n'ont rien à voir avec les *traditions* de Hayek. Keynes s'accorde donc avec Hayek pour dire que les anticipations classiques guident les choix économiques, mais il maintient qu'elles s'appliquent seulement quand *on ne sait tout simplement pas*. Dans un environnement avec connaissance limitée, les agents économiques fondent leurs actes sur des anticipations *raisonnables*, indépendantes des conventions classiques (TG, chap. 12).

- L'approche de Hayek a trois implications :

- i) La théorie de la valeur, qui assure l'utilisation optimale des ressources, s'applique comme un référent commun rationnel et *domine* la théorie de la monnaie si l'environnement monétaire est stable, en particulier si les prix relatifs révèlent bien ce qu'ils doivent révéler, rien ne dépassant l'optimum parétien.

- ii) Si cet environnement monétaire n'est pas stable, les prix relatifs ne révèlent pas les productivités marginales, et les fluctuations de l'activité peuvent être importantes. Les réallocations

⁹ Ces conceptions politiques sont explicites dans Hayek [1994]

¹⁰ L'Ecole autrichienne est également appelée Ecole Psychologique Autrichienne (Wolff [2002] pp.36-41).

générees par un changement de la structure des prix relatifs d'origine monétaire ne permettent pas à l'économie d'atteindre un état stable. Elles conduisent inévitablement à des crises. Or l'accumulation de capital dans des activités qui ne correspondent pas aux aspirations des agents est difficile à réallouer quand la crise éclate. En résultent des dépressions plus douloureuses que ne furent bénéfiques les booms. Ce gâchis en capital physique produit un gâchis des connaissances acquises et une difficulté certaine à replacer la main-d'œuvre licenciée. Hayek accepte donc le principe du chômage involontaire.

iii) Pour que cet environnement soit stable, le système bancaire doit fixer un taux d'intérêt monétaire égal au taux d'intérêt naturel. Les agents ont une appétence pour l'emprunt, en raison du sentiment qu'il leur donne de s'émanciper de la concurrence. C'est donc aux banques d'être la 'conscience sociale' du capitalisme (Léonard [1985]). Or elles ne peuvent jouer ce rôle que lorsqu'elles ne font que redistribuer l'épargne préalablement collectée. Si elles font du crédit pur, elles faussent la partition désirée de la production entre consommation et investissement, qui correspond aussi à une harmonie objective des intérêts, au regard des préférences des agents. Le pur crédit est donc nuisible parce qu'il génère mécaniquement de l'inflation, une distorsion des prix relatifs et de la structure de la production, conduisant à un gaspillage économique du fait du non-reclassement des biens spécifiques. Les banques ne peuvent pas connaître le taux d'intérêt naturel dans un système de *banking principle*. Les règles monétaires doivent leur permettre de le découvrir, c'est-à-dire qu'elles leur imposent d'ajuster leurs taux monétaires au premier. Il faut donc donner une assise réelle *ex-ante* à la monnaie, ce qui revient au '*currency principle*'.

- A l'instabilité monétaire des économies, Hayek répond par l'autre solution : la restriction du stock de monnaie, comme dans un régime d'étalon métallique. Et pourtant : exprimer le taux d'intérêt comme le prix du temps introduit par définition la notion d'incertitude dans le champ de la science économique, ce qui fait du prix du temps une inconnue sans ancrage et de l'autorité monétaire un 'maître du temps', une ancre. Cette réflexion existe autant dans l'approche autrichienne dure de Hayek que chez Keynes (cf. Encadré 1). Comme ce dernier, il reconnaît la particularité du crédit comme mécanisme de création monétaire, admet qu'une monnaie purement bancaire n'est pas neutre par construction et que dans notre univers incertain, la neutralité n'est pas un résultat spontané du libre fonctionnement de l'économie. Et pourtant, s'il en vient à désirer pour l'économie une contrainte monétaire dure et inchangée dans le temps, c'est que dans le fond, Hayek conserve une conception néo-classique de la monnaie.

Sa neutralité est souhaitée car elle conduit à l'équilibre ricardien défini par les conditions réelles de production. Ceci revient à dire implicitement deux choses. Premièrement, l'activité monétaire ne permet pas d'atteindre un équilibre pareto-supérieur, alors même qu'est reconnue la nature monétaire de la productivité marginale agrégée. En fait, la méthode d'analyse de Hayek consiste à dire que dès le départ, la nature des chocs va déterminer leur effet (Bénetti [1995]) : s'il ne provient pas d'un changement dans les préférences des ménages ou dans la technologie, il crée un déséquilibre 'illégitime' sur le marché des biens de consommation. En forçant le comportement des ménages, il modifie la structure sectorielle des profits des entreprises alors que les préférences des premiers n'ont pas changé. Deuxièmement, comme Hayek reconnaît que le desserrement de contrainte monétaire peut déclencher des innovations réelles, son choix de régime monétaire implique qu'il considère que les excès collatéraux dans la phase de bulle seront assez durs à liquider au moment de la crise pour compenser l'intérêt des innovations apparues. C'est faire beaucoup de cas du passé et peu de l'avenir et de ce qu'enseigne Schumpeter et les modèles de cycle du produit (cf. conclusion du chapitre). C'est en fait demeurer dans une approche classique

puisque l'on supposerait alors que le régime de *currency-board* souhaité sélectionnerait mieux les projets d'investissements, saurait faire abstraction de ce que l'on appellera plus bas *la constitution monétaire de l'économie*. La référence initiale de l'économie réelle est bien un modèle à la Arrow-Debreu d'échange centralisé avec marchés complets, dans lequel la monnaie n'a rien à faire par définition. Hayek n'étudie donc pas vraiment une économie de crédit et plus en amont, n'y introduit pas vraiment le principe d'incertitude, puisque que celui-ci définit les fonctions de la monnaie¹¹.

Conclusion : la liquidité !

- Le point fort de l'approche autrichienne est d'insister sur le problème nouveau apparu avec la révolution industrielle : celui du temps d'accumulation, de la gestion de l'ajustement. Et comme le versant de l'accumulation est l'endettement, celui de la vitesse de réduction de l'effet d'entonnoir sur les biens intermédiaires est la stabilité de la relation de crédit. Or on retrouve ce problème exactement dans les mêmes termes dans les fondations micro de la Théorie Générale de Keynes : l'effet d'entonnoir et le coût de la dette contractée définissent le prix d'offre des biens capitaux, lequel guide le cycle court. Le second parvient à expliquer les retournements conjoncturels tandis que les premiers non. Pourquoi ?

Le régime de crédit pur envisagé par Wicksell et sous-jacent au modèle d'Hayek correspond à un cas polaire des modèles à monnaie endogène, où la quantité de crédit est uniquement déterminée par la demande. Ceci revient à dire qu'il n'existe aucune restriction à la création monétaire du côté de l'offre, donc que les banques sont de parfaits intermédiaires entre ménages et entreprises, bref qu'on reste encore dans une construction où la relation entre la monnaie et le revenu est stable. C'est pour cela que les modèles autrichiens expliquent les mouvements cumulatifs uniquement grâce à la hausse des prix, laquelle permet de masquer la baisse de la productivité physique du capital. Si on prend plus au sérieux les hypothèses sous-jacentes à l'imparfaite substituabilité entre actifs de Wicksell, des asymétries informationnelles doivent être intégrées dans les comportements de gestion du risque, au niveau de l'offre des banques et de la demande d'investissement des entrepreneurs, de sorte que le taux bancaire devient –au moins partiellement– endogénéisé, sous la forme d'équilibres de rationnement et de modèles de formation des *spreads*. Keynes ajoutera alors un argument nouveau pour expliquer les mouvements cumulatifs de l'activité : l'impact des changements dans l'état de confiance sur les anticipations introduit une nouvelle dynamique : celle de la liquidité. Il ne fait pas que valoriser

¹¹ Pour une lecture critique de la monnaie, hors-propos ici, on se réfère à Rebeyrol [1988] et à Benetti [1995].

davantage les cash-flows anticipés, mais est aussi un réducteur d'asymétries financières, des conditions de financements et, en modifiant la perception de la liquidité des bilans, modifie le niveau comme la stabilité des anticipations. Autrement dit, l'état de confiance introduit la liquidité, laquelle introduit la notion de fragilité des équilibres. Passer du modèle de l'agent représentatif à une explication de la formation des équilibres anticipationnels entre agents hétérogènes est nécessaire pour expliquer la formation et la destruction de la liquidité, et le retournement endogène de l'activité.

Hayek a éludé la question de la liquidité tout en reconnaissant la fonction de réserve de valeur de la monnaie. Wicksell a évité de poser cette question de la liquidité mais a ouvert la porte à la réflexion : d'un côté, il conserve une référence monétariste dans sa théorie de la monnaie, mais en même temps, il promeut le régime de monnaie-crédit, sa régulation par les prix et ouvre la porte à une théorie monétaire de la productivité marginale. Fisher, en 1933, va ouvrir la boîte de Pandore en posant dès le départ le problème de l'interprétation théorique de la course à la liquidité.

1.4. Fisher : la théorie quantitative aux prises avec les comportements de liquidité

- Humphrey [1990] explique qu'il existe deux classes de modèles à la disposition du banquier central pour interpréter les variations du niveau général des prix et pour y répondre. La première s'inspire de l'*interest rate rule* de Wicksell : l'instabilité économique est réduite par la manipulation des taux, ce qui peut permettre à l'économie d'atteindre le plein-emploi. La seconde est une application de la théorie quantitative de la monnaie, dont se réclament explicitement les écrits monétaristes de Fisher antérieurs à 1933 –en particulier Fisher [1911, 1930]– : l'objet de la politique monétaire n'est plus d'intervenir sur le coût du capital, mais de mettre à disposition la quantité de moyens de paiement réclamés par les agents économiques pour réaliser leurs transactions désirées, via des opérations d'*open-market* : c'est la *money-stock rule*.

En crédit pur, le processus wicksellien est cumulatif. Il ne peut pas être assimilé tel quel à un modèle de long terme. A l'opposé, les imperfections qui existent à court terme, dans la théorie quantitative, disparaissent de sorte qu'on converge vers un équilibre réel quelles que soient les conditions monétaires. Si pour les deux économistes la banque centrale doit rechercher la stabilité des prix, l'un cherche à travers cette stabilité des prix, à stabiliser l'environnement monétaire pour favoriser la convergence des anticipations sur le sentier de long terme. La stabilité des taux réels en résultera. L'autre cherche, à travers la manipulation des taux bancaires, à maîtriser les déformations de prix relatifs au sein de l'appareil de production, condition *sine qua non* pour éviter la formation de dynamiques cumulatives. Le sens des causalités est donc inversé.

1.4.1. L'interprétation monétariste des cycles à travers l'équation fisherienne : taux nominal, taux réel et non-neutralité de la monnaie à court terme

- La théorie quantitative de Fisher [1911 et 1930] est une relecture des premiers principes de l'équation de Cambridge posés par Ricardo [1821]. Elle sera ensuite reprise par Marshall et Pigou, puis dans les années soixante, par les monétaristes de l'Ecole de Chicago, comme Friedman. Elle établit une relation stable entre l'encours nominal de la masse monétaire M , le niveau agrégé des transactions réelles sur biens et services T , assimilé à la production réelle offerte et donc au revenu, et le niveau général des prix p , v la vitesse de circulation de la monnaie :

$$M = \frac{p \cdot T}{v} \text{ soit : } M = k \cdot Y \text{ pour } k = \frac{1}{v} \text{ et le revenu nominal } Y = p \cdot T$$

Dans cette relation, l'offre de monnaie n'a d'influence durable que sur le niveau général des prix et sur les grandeurs nominales. D'où deux conséquences : la théorie de la valeur, qui explique la formation des prix relatifs, est indépendante de la théorie de la monnaie, en vertu de la loi de Walras, et les besoins de monnaie croissent avec les transactions nominales. C'est en ce sens que Friedman interprète la théorie quantitative de la monnaie comme une théorie de la demande de monnaie, et non pas des prix et du revenu. Elle suppose une relation stable entre la quantité de monnaie, les taux d'intérêt, les besoins d'encaisses de numéraire, les prix et la croissance.

- La théorie fisherienne ajoute cependant que sur le court terme, les politiques monétaires peuvent rencontrer un certain succès, en raison d'erreurs transitoires d'anticipation, expliquées par un *attachement irrationnel réflexe* aux valeurs monétaires, une inégale répartition de l'information, enfin des lois et coutumes qui concourent à entretenir un défaut dans la corrélation des taux nominaux avec l'inflation. Sur le court terme, la variation du taux d'intérêt réel provient de l'inertie des taux nominaux exigés des déposants et les modifications de tous les termes de l'équation quantitative passent par une variable qui n'y apparaît pas : le taux d'intérêt.

Un choc monétaire positif entraîne une hausse des prix, d'abord perçue par les producteurs-emprunteurs comme une hausse des profits non-anticipés. On a alors les mêmes mécanismes que chez Wicksel à ceci près que l'interprétation est différente :

(i) Ici, ce sont les changements dans la quantité de liquidités qui –à anticipations inchangées de revenu– provoquent une modification des charges réelles de la dette, du coût du capital et déclenchent les fluctuations. C'est pour cela que le niveau du taux nominal ne détermine pas le rythme d'activité¹² et que l'on demeure dans un cadre monétariste, à l'antipode de celui autrichien

¹² Fisher avance une nouvelle explication du Paradoxe de Gibson (cf. note de bas de page 8) : le niveau élevé des taux en période d'inflation ne s'explique plus par un taux des emprunts inférieur au taux naturel, mais par un taux réel de

de la Constitution monétaire des économies. Par contre, maintenant, le thème des fragilités financières est présent explicitement : la création monétaire est aussi une hausse de l'endettement réel, et ce processus expansionniste se répète tant qu'un écart subsiste entre les taux nominal et réel –non plus quand le taux bancaire trouve le taux naturel (Rebeyrol [1988]).

(ii) L'effet Pigou y met fin parce qu'il durcit les exigences des épargnants, augmente les fuites à la création monétaire, qui exercent des pressions sur la liquidité bancaire, d'où l'égalité fishérienne $\Delta i_{t/t-1} = \dot{p}_t$. Les mouvements de prix sont donc abordés par Fisher sous l'angle classique de la distribution des revenus entre prêteurs et emprunteurs et impliquent que dès lors que la banque centrale ne se livre pas à des manipulations de la base monétaire, les mouvements de taux bancaire sont endogènes, imposés pas les épargnants. Chez Wicksell, l'illusion nominale se situe explicitement au niveau des épargnants, des agents réels, et persiste en partie grâce à l'hypothèse d'imparfaite substituabilité entre actifs physiques et financiers. Elle est structurelle au modèle... et c'est pour cela qu'il n'y a pas de retournement endogène.

Cela se traduit par des prescriptions de politique monétaire. Pour Fisher, la question n'est pas de savoir quel est le bon taux réel du crédit, mais quelle est la bonne quantité de numéraire. La convergence des taux ne sera qu'une résultante, d'autant plus rapide que les anticipations seront stabilisées sur un niveau général des prix maîtrisé et donc une quantité de monnaie strictement régulée. La politique monétaire ne doit pas être soumise aux aléas conjoncturels, sauf au motif de stabiliser plus rapidement les anticipations, c'est-à-dire compenser les variations à court terme de v .

- Cette théorie trouve son développement contemporain dans la théorie monétariste de l'école de Chicago, avec à sa tête Friedman. Friedman & Schwartz [1963] prouvent que la relation entre prix et masse monétaire est empiriquement fondée sur le long terme. Sur le court terme, l'hypothèse de l'illusion nominale est acceptable. Il en résulte une *courbe de Phillips* augmentée, qui rend compte d'une relation négative entre l'inflation, le salaire réel –nominal chez les keynésiens– et le taux de chômage mais qui, parce que les anticipations des agents sont adaptatives, ne peut perdurer qu'au prix d'un degré d'activisme exponentiel de la politique monétaire. Il en résulte alors une *courbe de Phillips* verticale à long terme, désignant le taux de chômage naturel.

- D'où une contradiction : d'un côté, l'effet Pigou suppose une perception de la monnaie réduite à sa fonction de moyen de paiement tandis que de l'autre, l'activisme monétaire contra-cyclique est justifié par des services demandés à la monnaie qui peuvent varier à court terme (v) et qui ne peuvent certainement pas être expliqués par le besoin d'encaisses de transaction.

l'emprunt inférieur au taux nominal et par une perception différente de cet écart selon la position de l'agent dans la relation de crédit. L'inertie du taux nominal explique pourquoi, sur le court terme, un niveau élevé de ce dernier ne retarde pas les échanges et un niveau faible ne les accélère pas.

Le fait est que Fisher a également travaillé sur les limites à l'application de la théorie quantitative de la monnaie. Dans l'équation $p.T = v.(M+M')$, M et M' correspondent respectivement à la monnaie centrale sous forme de billets et aux dépôts. Fisher [1930] admet que si on atteint les valeurs T et v de long terme, il est impossible de maintenir cet équilibre constant, ce qui revient à dire que le niveau d'encaisses réelles, ou encore que la relation entre les variations de prix et de la masse monétaire varie constamment. Cela vient de ce que la relation entre M et M' n'est pas constante et que la demande de monnaie est instable. Friedman et Schwartz résolvent ce problème 'techniquement', en disant qu'il faut stabiliser la liquidité du système bancaire. C'est leur explication de la Grande Dépression (cf. chapitre II). La théorie quantitative de Fisher, antérieure au monétarisme radical des années 1970, s'en tient à dire qu'il existe, à côté de l'inflation anticipée, une inflation non-anticipée qui peut varier, mais ne disparaît jamais et qui ne se justifie pas par l'opacité, l'inconstance des banquiers centraux. Fisher approfondit l'idée d'illusion temporaire des banques en expliquant que la volatilité du rapport entre M et M' résulte, sur le fond, d'une hétérogénéité des agents économiques, de sorte que les anticipations sont mal distribuées. Cette conclusion est importante car cela implique que les utilités individuelles ne sont pas additives, de sorte que les agents peuvent bien optimiser, l'équilibre réel ne sera atteint qu'accidentellement, même si le niveau général des prix est durablement stable. On va loin dans l'hétérodoxie car la dichotomie des théories monétaire et de la valeur frôle la frontière keynésienne de la détermination monétaire de la valeur. Fisher [1933] élargira son propos sur la liquidité bancaire, tiré du rapport M/M' , à l'instabilité du rapport de tous les agents à la liquidité.

1.4.2. La déflation par la dette : de la liquidité bancaire à la liquidité de l'économie, ou l'interaction de la liquidité avec les capacités de prévision

- L'article de Fisher [1933] sur la déflation par la dette ne pose pas de question théorique de fond. Il se borne en apparence à décrire un phénomène de bulle et de dépression cumulative, en prenant soin de préciser que l'ordre des enchaînements qu'il décrit peut changer sans remettre en cause le problème de fond soulevé : des ajustements de bilan importants à la suite d'un choc assez violent peuvent provoquer des variations de prix et de revenu assez importantes pour que, même chez des agents capables de corriger leurs erreurs d'anticipations de court terme, l'impossibilité d'atteindre des ratios conventionnels d'accès au crédit, aux marchés financiers ou même à certains marchés de biens, les contraint à réduire leur horizon d'anticipation, de sorte que toute référence au long terme devient impossible, empêchant l'effet Pigou d'intervenir pour stabiliser l'économie.

Dans le raisonnement, les banques deviennent le miroir amplificateur des contraintes de liquidité des autres agents. Leurs besoins élevés de liquidité représentent pour les premières des fuites à la création monétaire plus importantes. Il y a à la fois une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie v et une élévation du rapport billets/dépôts M'/M . A masse monétaire inchangée, la

baisse de v provoque une baisse des prix et une hausse du taux réel qui ne peut pas être contrecarrée, précisément parce que la baisse de v signifie une réduction de la liquidité des banques, toutes choses égales par ailleurs. Dans la déflation, le mécanisme le plus important est l'impact direct de la diminution du stock de monnaie, des dépôts, et de leur vitesse de circulation sur le commerce. Mais il y a aussi un problème microéconomique de gestion des relations de crédit croissant avec la crise. La maladie, c'est la baisse des prix.

En apparence, Fisher n'a fait qu'ajouter à sa théorie quantitative un effet de richesse, mais sur le fond, il aborde la théorie des fluctuations sous l'angle des fragilités financières et des asymétries informationnelles, soit sous l'angle de l'hétérogénéité des comportements individuels. Au niveau d'endettement s'ajoutent en effet d'autres caractéristiques du patrimoine susceptibles de produire des réactions violentes. Plus les termes des crédits sont courts, plus la répartition des charges d'intérêt sur l'échéancier est accentuée sur les termes rapprochés et plus l'échéancier du remboursement est à la convenance du créancier plutôt que du débiteur, plus la crise s'approche d'une spirale déflationniste cumulative. Sur le fond, une nouvelle fonction de la monnaie émerge : celle de réserve de valeur. La monnaie peut-être demandée pour elle-même, de sorte que l'effet Pigou n'intervient plus et la distinction du court et du long terme est levée. On retombe dans le modèle de Wicksell, mais cette fois-ci avec une nouvelle base théorique : non pas l'imparfaite substituabilité des actifs, mais la liquidité. C'est cela qui explique la convergence de vue avec Wicksell sur la Grande Dépression et la solution de politique monétaire à employer.

- Le remède proposé est toujours le même : s'assurer que les banques disposent de la liquidité centrale nécessaire à leurs besoins. Il rappelle à cet égard que sous Hoover, en 1932, les opérations d'*open-market* massives de la Fed constituèrent une telle *chape d'aération* pour le système bancaire que la stabilisation des prix et de l'activité qui en a résulté de mai à septembre permit un moment de penser que la spirale de la dépression s'était inversée. Cet effort a été abandonné à la suite de circonstances multiples, dont la *campaign of fear*. Si cette politique avait été maintenue, avance Fisher, la reprise se serait confirmée¹³. Or ce que Fisher dit en 1933 et qu'il ne disait pas avant –comme dans cet exemple historique–, c'est que si la crise est freinée, la dynamique ne peut

¹³ Autre exemple : Jonung [1979] rappelle que dans '*Stabilized money*', en 1935, Fisher fait l'éloge de la politique monétaire suédoise entamée à partir de la déclaration de Cassel, en septembre 1931, abandonnant l'étalon-or pour un système de crédit pur et de change flexible, et assignant la norme de stabilité du niveau général des prix, proposée par Wicksell à la banque centrale comme objectif prioritaire de sa politique monétaire. Un grand nombre d'économistes et de banquiers américains avaient conclu à l'échec de cette politique, en remarquant qu'elle n'avait pas réussi à réduire le taux de chômage en 1934. Fisher fait remarquer que cette politique est parvenue à stabiliser les prix à l'intérieur de l'économie, ce qui est déjà remarquable compte tenu du fort degré d'ouverture de la Suède, et que c'était une condition *sine qua non* de reprise de l'activité économique. Elle a permis de limiter la récession et la montée du chômage d'une économie dépendant fortement de son commerce extérieur, alors que la crise mondiale provoquait une chute de la demande d'exportations.

pas s'inverser et ce, en raison des dégâts provoqués par la baisse des prix. Si le niveau du taux d'intérêt réel n'est toujours pas vu comme la variable centrale des mécanismes déséquilibrants, il devient un facteur de blocage à la reprise. La stabilisation nominale de la monnaie ne guérit pas ce que Fisher baptise *debt disease*, pour désigner la détérioration générale de la solvabilité, provoquée par l'accroissement réel de l'endettement, ni la *technological & unemployment disease*, qu'il distingue de la première pour désigner la destruction de capital. La *debt disease* affaiblit l'économie de deux manières. A la sortie d'une crise, les agents endettés profitent de la moindre reprise pour accélérer leur désendettement, remettant en question cette dernière, à moins que celle-ci soit assez vigoureuse pour qu'au sortir de la crise, les agents réels jugent leurs structures financières acceptables. Mais ceci a peu de chance de se produire si la baisse des prix a été de grande amplitude. Egalement, les banques sont réticentes à prêter en raison du risque moyen de défaut trop élevé. Ceci revient à dire que ce n'est plus seulement la quantité de monnaie centrale offerte qui compte pour regonfler la masse monétaire.

La destruction de la liquidité dérègle les comportements d'anticipation, diminue les capacités de coordination et la signification des prix sur les marchés, en acculant aux ventes forcées. L'apport de liquidité ralentit les liquidations forcées, mais sans permettre une remontée des prix. Or aux niveaux atteints, les asymétries informationnelles dans les relations financières sont exacerbées, élargissent les *spreads* de notation et contractent l'offre de crédit et la masse monétaire, de sorte qu'elles sont à l'origine de l'incapacité, pour l'économie, de générer une dynamique endogène rééquilibrante. Le taux d'intérêt réel élevé ne désigne plus une productivité marginale élevée mais un ***niveau de risque élevé*** dans l'économie et par conséquent, une capacité réduite de développement du crédit malgré la liquidité bancaire. Il faut donc viser une réduction du coût d'accès au crédit et par conséquent, s'intéresser aux taux d'intervention de la banque centrale¹⁴.

- En introduisant les notions de risque et d'incertitude, Fisher s'est avancé à dire que l'offre bancaire ne se résume pas au comportement des épargnants-déposants. L'intermédiation participe à la formation de la confiance autant qu'elle peut la détruire. L'attitude du banquier central est consubstantielle de la formation et des mouvements « d'opinion » des banquiers privés, en ce sens qu'une gestion correcte de la liquidité centrale permet d'éviter la formation et l'ancrage de dynamiques divergentes. Les basculements d'opinion, comme l'ancrage des anticipations sur une reprise durable, nécessitent enfin l'action publique sous d'autres formes que la politique monétaire, de sorte qu'on ne peut plus dire que la stabilité monétaire assure la formation de l'équilibre de long terme, mais parler au

¹⁴ A titre illustratif, au cours de la crise, Fisher propose, avec d'autres économistes de Chicago, une réforme radicale du système bancaire et financier, sous le nom du plan *100% money*, incluant le décrochage de l'étalon-or, la suppression des réserves bancaires fractionnelles et l'instauration d'un système de pure *fiat money*, ne résumant donc pas la contraction monétaire au seul problème de la gestion désastreuse de la liquidité centrale par la Fed (cf. Chap. III – 4.1.), comme le feront Friedman & Schwartz [1963].

contraire de la *Constitution monétaire de l'économie*, et reconnaître, comme Fisher [1933] le fait, que la rigidité des prix et des salaires peut être un élément positif stabilisateur. Il a donc dépassé le point de rupture avec la théorie quantitative.

Conclusion sur Fisher : la fin de l'explication réelle des fluctuations

- La conception des anticipations comme l'appréhension du risque, et non comme le mode d'ajustement à l'équilibre de long terme se comprend parfaitement à travers la différence théorique de fond entre Fisher [1911] et Fisher [1933]. Elle tient à la distinction introduite entre les arbitrages que les agents réalisent entre consommation et épargne, et les décisions concernant la structure financière de leur patrimoine. La structure intertemporelle de l'endettement des agents n'est contrainte par celle de son épargne que si on fait l'hypothèse que le stock monétaire est constant. Dans le cas inverse, l'agent peut choisir de financer une épargne négative soit par un accroissement de ses dettes, soit par une diminution du stock de monnaie détenu. Or en supposant l'égalité de l'épargne et de l'investissement, et en admettant que le niveau général des prix est stable, le problème subsiste de savoir si le besoin de financement des entreprises sera assuré par un flux monétaire net ou par de la finance directe des épargnants aux emprunteurs. D'où une première conclusion : à court terme, la stabilité des prix est compatible avec différents niveaux d'endettement. La décision de placer son épargne ou de la conserver sous forme monétaire doit dépendre du taux d'intérêt. Aussi l'ajustement des désirs de liquidité et des offres et demande de titres doit modifier les plans d'épargne et d'investissement. Seconde conclusion : que Fisher maintienne, malgré cela la séparation des décisions relatives à l'épargne et à l'endettement donne à son texte un parfum keynésien (Rebeyrol [1988 – p.116]) : pour maintenir cette distinction, c'est la notion de risque et son corollaire, la préférence pour la liquidité, qu'il faut mettre au cœur de la théorie. Il en résulte enfin, que le jugement sur le surendettement devient multidimensionnel, subjectif, en ce sens qu'il intègre le comportement des agents face à la liquidité. Keynes [1936-chap. XV] ajoute ainsi à la demande de monnaie de la théorie quantitative des motifs de précaution et de spéculation qui la rendent instable, parce qu'ils expriment l'intégration des théories de la monnaie et de la valeur en une théorie de la formation des prix.

1.5. La monnaie comme institution : une théorie de la monnaie-organisation

- Dans la partie de ce chapitre précédant Fisher, on a vu que si l'on plaçait un modèle d'accumulation d'inspiration autrichienne dans un régime de crédit pur, les propriétés de stabilité de l'économie étaient bouleversées. Par là, Wicksell avait montré que non seulement la question

du régime monétaire n'est pas neutre sur la croissance, mais aussi qu'on n'avait pas d'explication théorique du retournement. Fisher avait alors complété ce travail en montrant que les agents avaient un désir de liquidité instable et capable de déstabiliser l'économie. Pour arriver à cette conclusion, Fisher a *de facto* placé son raisonnement, lui aussi, dans un régime de monnaie-crédit. L'ancrage de ce régime sur l'or n'empêchait pas les dépressions et boom cumulatifs parce que la source de la création monétaire, les banques, pouvait être paralysée par autre chose que la rareté de la monnaie centrale : le taux d'intérêt réel, c'est-à-dire le niveau de risque et d'incertitude appréhendé dans l'économie.

L'intermédiation bancaire n'est donc pas neutre dans la formation des cycles et la démonstration de Wicksell sur l'instabilité économique, fondée sur le régime de crédit pur, doit être généralisée à tous les régimes monétaires... autant dire qu'elle tient à l'existence de la monnaie.

- Il faut donc reformuler la théorie monétaire en partant de la monnaie, non pas comme objet économique, c'est-à-dire comme un bien comme les autres, mais comme un bien collectif, ***une institution, caractérisée par un système de paiement organisé***. Ce que montre de manière évidente le régime de crédit pur, c'est que ***la monnaie n'est pas créée ex-nihilo, mais qu'elle est avant tout une dette***, et que cette dette est issue d'une opération de monnayage du capital : la monnaie est produite et distribuée contre la promesse de revenus futurs, valorisés pendant la négociation et tarifée à un taux d'intérêt, lequel achève de déterminer la monnaie comme monétisation du capital. Que l'on soit en régime d'étalon-or ou de pure monnaie bancaire, le système de crédit monnaie le capital et non pas l'objet qui constitue sa base monétaire. La création monétaire, qui conditionne l'accumulation de capital, définit aussi les conditions de sa propriété, au sens où l'opération de crédit est une opération de transfert potentiel de propriété¹⁵. De même que dans un système métallique pur, l'estampillage du Prince permet de ne pas confondre monnaie et or et donne à la première une valeur particulière par la confiance attribuée au *Prince-monnayeur*, dans le système de crédit, un certain nombre de règles permettent de ne pas confondre monnaie et capital, c'est-à-dire d'une part, la monnaie créée en contrepartie de promesses de revenus futurs et d'autre part, celle créée pour seulement permettre à l'emprunteur d'honorer ses engagements monétaires sans avoir à se dessaisir de la propriété de son capital. Dans le premier cas, la monnaie se différencie du capital parce que la règle de paiement sur laquelle s'appuie l'opération de crédit traduit réellement une prise de risque pour l'emprunteur. Dans le second cas, la monnaie ne se différencie pas du capital parce qu'il n'y a pas de sanction au

¹⁵ En cas de défaut, l'emprunteur est mis en faillite et le capital qu'il a constitué est placé entre les mains de la communauté des créanciers, qui décident de son usage.

défaut par la dépossession de l'emprunteur de son capital. Elle est distribuée 'contre rien', produit de l'inflation et détériore les fonctions de la monnaie.

Trois composantes et trois seules sont donc nécessaires pour définir un système de paiement: (1) une *unité de compte nominale*, qui permet l'expression des prix mais que l'inflation peut dissoudre, (2) un *mode d'accès aux moyens de paiement*, qui définit l'objet monnayé –la richesse courante, l'or, ou future, le capital–, et (3) une *procédure de résolution des soldes monétaires*, qui définit la règle de paiement associée au règlement de la dette monétaire et donc la qualité de la circulation monétaire¹⁶. Cette dernière vise le risque de rapine du *Prince-monnayeur* en banqueroute et qui cherchera à rogner la valeur or des pièces sortant de ses ateliers, le crédit de complaisance aux emprunteurs insolubles par des banques sujettes au risque moral, mais aussi, en sens inverse, les conditions de stabilité de la liquidité bancaire. La monnaie doit donc se comprendre, non comme un objet économique mais comme une institution. Et ses fonctions doivent être redéfinies par rapport à celle proposée par la théorie classique. A côté des fonctions d'unité de compte et de moyen de paiement, celle de réserve de valeur, qui résulte de la non-neutralité de la monnaie, est imprécise car elle ne dit pas en quoi l'opération de monnayage du capital est particulière par rapport aux dettes financières. Le monnayage transforme le capital en moyen de paiement. Il vaut donc mieux parler de stabilité et de permanence de l'unité de compte et du monnayage du capital, autrement dit, de **stabilité et de permanence du système de paiement** (Cartelier [1996]). Or si le système de paiement gère *de facto* un bien collectif –une unité de compte et un moyen de paiement commun–, à la différence de l'or monnayé dans un système métallique pur, la valorisation du capital monnayé est subjective, de sorte que chaque banque peut établir sa règle de monnayage. Le rejet théorique et historique de la solution du *free-banking* implique que la stabilité et la permanence du monnayage ne peuvent être assurés que dans le cadre d'un système bancaire hiérarchisé, avec à sa tête une banque centrale. C'est cette organisation qui institutionnalise le système de paiement, en exprime sa cohérence et la qualité de la circulation monétaire. La banque centrale est là pour définir le coût plancher du monnayage –les conditions conjoncturelles d'accès aux moyens de paiement et de règlement des soldes monétaires–, et se double de deux institutions qui structurent les comportements bancaires sur le long terme : le prêt en dernier ressort, pour que les banques puissent se projeter dans l'avenir et monnayer le capital –associer liquidité et capital fixe– et la règle de faillite, pour définir les conditions de redistribution de la propriété du défaillant et confirmer que l'opération de crédit est bien, avant tout, une opération de monnayage du capital. La *monnaie-organisation* place ainsi au cœur de

¹⁶ Cartelier [1996] pour une démonstration de l'échec de la théorie classique de la monnaie comme objet économique et la nécessité de définir la monnaie par l'organisation du système de paiement.

l'activité économique ces deux outils qui structurent l'activité de crédit et que la théorie classique ne pouvait pas inclure dans son champ, parce que son socle théorique ne permettait pas de dissocier monnaie, crédit et capital.

- Le chapitre suivant, consacré à la macroéconomie de la Grande Dépression et de la crise japonaise contemporaine, discutera du lien entre la politique monétaire conjoncturelle et le prêt en dernier ressort, tandis que la seconde partie de cet ouvrage, consacrée aux règles de faillite au Japon et aux Etats-Unis, commencera par l'analyse des rapports qui organisent l'articulation entre cette dernière institution et celle du prêt en dernier ressort. Pour l'heure, il s'agit de comprendre comment une théorie des fluctuations de l'activité peut être reconstruite en partant de ce changement de perspective radical du fait monétaire.

2. Une histoire monétaire des fluctuations... ou la théorie keynésienne de l'instabilité financière & de la demande effective

- Quand Minsky [1975] entreprend sa relecture de la Théorie Générale (TG), la désignation de ce travail sous le terme d'*Hypothèse d'Instabilité Financière* n'apparaît pas. C'est Kindleberger [1978 :15] qui en est à l'origine. Dans son esprit, Minsky n'entreprenait pas un travail de modernisation d'une somme théorique, mais davantage, comme il l'explique dans son introduction, une œuvre pédagogique, de rassemblement ordonné des outils d'analyse élaborés par Keynes. Ce dernier avait construit son exposé en partant d'un raisonnement à rebours de la théorie classique, pour montrer à quel point ses conclusions habituelles dépendent d'hypothèses fondatrices aberrantes. Cette approche, alors nécessaire pour justifier une révolution théorique par rapport au courant de pensée dominant, clarifiait les présupposés classiques, mais dissimulait ce qui faisait la cohérence de la théorie nouvelle, à partir d'un raisonnement en grande partie *a contrario*. On peut y remédier avec une démonstration positive partant du principe d'incertitude, la clé de voûte de la TG. Sa réduction à une théorie de la demande effective, après la seconde guerre mondiale, sous-évaluait le poids du côté de l'offre dans la formation des dynamiques économiques, et avait eu pour conséquence son rejet en bloc par des théoriciens comme Schumpeter, qui pourtant se démarquaient de la théorie classique par l'importance qu'ils donnaient aux institutions sociales et politiques dans l'explication de la croissance (Goodwin [1993] et Minsky [1990]). L'école de la *Synthèse classico-keynésienne*, est née d'une réaction à cet abandon des théories de l'offre jusqu'aux années soixante. Cette école prétend fusionner une théorie keynésienne du court terme avec une théorie classique du long terme. C'est ce qui fait dire à Minsky qu'il y a, en apparence, deux approches du cycle dans la TG. La première expliquerait des cycles d'ampleur modérée, identifiés aux modèles de l'accélérateur/multiplicateur (TG : 18). La seconde, moins étudiée par Keynes, s'intéresserait aux cycles de grande amplitude (TG : 12 & 22). L'ambiguïté sur laquelle la Synthèse

se fonde est la même que celle qui permet à Fisher de proposer le principe de la déflation par la dette et que Minsky dénonce : admettre à court terme l'incertitude radicale, c'est bel et bien ouvrir la boîte de Pandore de la théorie du long terme.

- En énonçant la théorie keynésienne comme une *Doctrine de la liquidité* (Kindleberger [1978]), Minsky replace, au cœur du problème de la croissance, la perception de l'incertitude par les agents comme le moteur des interactions dynamiques entre l'offre et la demande. Ce faisant, il enrichit considérablement le discours de politique économique de la TG. C'est ce que l'on voit dans un premier temps, à travers la reformulation de la théorie du taux d'intérêt et de la monnaie (2.1.). Dans un second temps, on présente le *modèle à double prix* de Minsky, qui permet d'aborder la formation de la demande globale sous l'angle des fragilités financières (2.2.). On retrouvera alors la perception réelle des fluctuations chère aux Autrichiens –la fluctuation comme un besoin de réallocation– mais qui, plongée dans une nouvelle théorie monétaire, permet à Keynes d'aller plus loin que Wicksell, en fondant microéconomiquement l'instabilité macroéconomique. Une dernière section (2.3.) nous permettra d'aller plus loin dans la problématique de la fragilisation financière. Du point de vue microéconomique, l'incertitude est appréhendée sous l'angle des asymétries informationnelles. La relation de crédit étant au cœur de la dynamique conjoncturelle, on s'intéresse à la manière dont les banques tentent individuellement de réduire ces asymétries informationnelles. La généralisation des méthodes employées conduit systématiquement à accentuer l'instabilité conjoncturelle. On verra alors comment les modèles d'accélérateurs financiers, souvent utilisés pour exprimer la dynamique de la PPL par l'école de la Synthèse, peuvent être réintégrés dans le corpus théorique de la doctrine de la liquidité et quelles sont leurs limites explicatives.

2.1. La théorie keynésienne de la monnaie et du taux d'intérêt

2.1.1. La remise en cause des fondements classiques par l'introduction de l'incertitude

- Keynes entame sa critique de l'orthodoxie en dénonçant l'ambiguïté née de cette double définition du taux de l'intérêt, à la fois prix du temps et expression des contraintes physiques de production. Dans son chapitre introductif à la TG, il dénonce une théorie de la croissance fondée sur *un usage détourné des principes ricardiens*. La fixation des prix relatifs à la productivité et à l'utilité marginale répondait à un problème qui était, non pas celui de la croissance, mais celui du meilleur usage d'un stock donné de ressources à un moment donné, Ricardo précisant que cette question ne pouvait qu'accidentellement être assimilée à celle du plein-emploi des facteurs. Le vice a été de confondre un principe de répartition en analyse statique avec un principe d'allocation des flux de ressources dans le temps pour assurer leur plein-emploi. Pour déterminer les prix relatifs et leur évolution dans le temps, une telle transposition des principes ricardiens impliquait paradoxalement de maintenir le cadre d'analyse statique. Cette contrainte s'est dissoute dans un sophisme, le postulat du *revenu national donné*. En amont, il suppose de connaître la disponibilité courante et future des facteurs de production, de la main-d'œuvre, de la terre et

d'une manière générale, les contraintes techniques d'accumulation et d'accès aux matières premières, de développement et de détérioration des biens capitaux. La connaissance parfaite de l'évolution du salaire réel par tête à long terme est donc calée sur un trend de progrès technique corrigé d'une démographie connus de tous. Ce déterminisme suppose un second postulat. Le marché doit posséder, en toutes circonstances, les propriétés permettant d'enclencher un mécanisme de rééquilibrage des erreurs d'appréciation à court terme, suffisamment puissant pour annuler les conséquences sur le fonctionnement même du marché d'un revenu et/ou d'un pouvoir de marché *anormalement acquis* par certains agents... une théorie capitaliste du matérialisme historique ! Les accepter est de l'ordre de la foi en une divinité duale, la connaissance de l'avenir des grands agrégats et l'infaillibilité de la main invisible d'Adam Smith.

- Si au contraire, on admet que nous ne savons tout simplement rien de l'avenir et que tout au plus, nous pouvons l'appréhender à travers des projections de la situation courante et de l'histoire, projections auxquelles nous nous fions plus ou moins, ***des comportements de mimétisme et des problèmes de complémentarité stratégique émergent***, que la main invisible ne prévoyait pas. Ces échecs de marché sont illustrés par l'exemple du concours de beauté (TG : 12-V). Ils conduisent à redéfinir l'équilibre dans un système de négociation décentralisée comme la formation plus ou moins volontaire et inconsciente d'une convention sur l'état de l'environnement, donc subjective et instable, et qui n'a aucune raison de garantir le plein-emploi. L'échec de la main invisible par la mise en évidence de l'équilibre de Nash, puis la formalisation des interdépendances stratégiques qui cimentent et bouleversent les conventions grâce au développement de la théorie des jeux, bien après Keynes, seront autant d'instruments qui donneront matière à un discours en terme de rationalité instrumentale. Avec l'affirmation du principe d'incertitude¹⁷, le problème de la théorie économique s'est déplacé. Il est à présent de comprendre comment les agents intègrent l'incertitude irréductible dans leurs décisions économiques... Sans qu'on ne puisse rien supposer de la croissance à long terme.

En environnement incertain, il existe deux modes de formation des anticipations, absolument complémentaires et inséparables. Dans le premier, le risque est quantifiable en fonction de probabilités objectives, grâce à l'expérience acquise. Le second est fonction de probabilités subjectives, données à des scénarii, dont la possibilité d'occurrence n'est pas quantifiable. L'incertitude agit, non sur la distribution des probabilités subjectives, mais sur la capacité même des agents à élaborer des scénarii. Un événement non-anticipé peut donc modifier à la fois la distribution des probabilités subjectives assignées à des scénarii et le degré de viabilité qu'on leur

¹⁷ Keynes [1937] le pose explicitement comme clé d'entrée à la TG en réponse à la critique de Viner sur la TG.

accorde. Plus l'incertitude croît –lors de changement de régime politique ou monétaire par exemple–, plus l'état de confiance en l'économie s'étiole, plus l'horizon d'anticipation se raccourcit, plus les choix individuels sont assujettis à la psychologie des foules, aux réflexes mimétiques, faisant ressortir *l'animal spirit* de l'homo-oeconomicus.

La question de la forme de la fonction de production –dont l'hypothèse des rendements décroissants, centrale pour l'équilibre classique– et des fonctions de préférence devient secondaire. L'influence des conventions, des *états de confiance* sur les dynamiques économiques disqualifie le raisonnement déterministe systématique dans l'analyse théorique. A partir de là, comment construire une théorie économique ?

- La révolution keynésienne a avant tout consisté à tirer les conséquences du caractère foncièrement spéculatif de l'économie capitaliste (Minsky [1982]). Comme la croissance est fondée sur l'accumulation du capital, et comme ce capital est constitué de biens durables dont le rendement espéré est inconnu au moment de son acquisition, les fluctuations de l'activité sont fondées sur la capacité des agents à prendre des risques, et dépendent de l'organisation, donc des structures financières qui permettent cette spéculation¹⁸. Or ces structures financières sont accidentellement optimales : les attentes de bénéfices qui ont motivé la décision de spéculer sur un actif, donc de constituer une relation financière pour l'acquérir, n'ont pas de raison de correspondre au résultat effectif. Ces surprises influent sur les comportements futurs et expliquent les fluctuations. La question n'est donc plus de se demander comment réduire ces fluctuations pour atteindre l'équilibre, comme se la posaient Wicksell et Fisher. Puisque les fluctuations sont la conséquence de la spéculation et que celle-ci est le fondement du capitalisme, ***il faut trouver le meilleur moyen de conserver les bienfaits arrachés à l'inconnu*** par la spéculation au cours de la phase d'expansion, quand l'économie retombe en récession. C'est ce pragmatisme qui fait que la théorie keynésienne peut assimiler les théories du cycle du produit et de l'innovation schumpeterienne.

- Ces principes théoriques généraux ont une traduction formelle. La théorie classique définit les agents par leur production et les inputs physiques particuliers requis. Dans cette économie de village, les relations financières sont des arrangements secondaires neutres. Or le capitalisme est un système décentralisé dans lequel les preneurs de risque sont bien obligés d'admettre un degré d'incertitude dans les espérances de gain. L'analyse économique doit accepter l'idée qu'il y a un passé, qu'il suppose des dotations et contraintes dans le présent, et que celles-ci et leur histoire ne

¹⁸ « La théorie ordinaire de la distribution du revenu, qui suppose que le capital gagne maintenant sa productivité marginale, ne vaut que dans une économie stationnaire. La rémunération globale dévolue dans la période courante au capital n'a pas de rapport direct avec son efficacité marginale ; quant à sa rémunération courante à la marge de la production (i.e. la somme qui entre dans le prix d'offre au titre de l'allocation au capital), elle n'est autre que le coût d'usage, lequel n'a pas non plus de parenté proche avec l'efficacité marginale (TG : 11-II). »

sont pas neutres sur les choix et sur les capacités de prise de risque : « *capital asset, labor force and structure and habits are legacies from the past and endowments for the futur.* » (Minsky [1982-p19]).

L'économie keynésienne consiste en des bilans, équilibrés par des cash-flows tirés des actifs qui les composent, alors que la structure de ces bilans et de ces cash-flows n'est jamais la même d'un agent à un autre. Les relations entre agents sont une multitude de déséquilibres micro qui se compensent au niveau agrégé de chaque bilan et compte de résultat, mais de manière plus ou moins bien anticipée.

Le problème principal de l'économie keynésienne est donc de comprendre comment, dans la dynamique de l'investissement, les actifs génèrent des revenus, et comment les relations entre revenus anticipés, échéanciers de paiement et revenus effectifs, affectent la performance du système et sa capacité à prendre des risques.

Enfin, si l'entrepreneur est propriétaire à 100% de son capital et s'autofinance, les facteurs qui le poussent à investir et ceux qui déterminent la disponibilité des financements sont les mêmes. Mais ils se distinguent dès qu'il y a appel au financement externe. La disponibilité des sources de financement dépend alors d'autres agents et obéit à des contraintes et à des objectifs qui n'ont *a priori* aucune raison d'être les mêmes. Il est nécessaire de comprendre comment l'entrepreneur qui emprunte évalue l'efficacité marginale de son capital qui détermine sa demande de biens d'investissement et comment les prêteurs règlent la disponibilité de leurs financements. Il faut donc aussi étudier ***le comportement des intermédiaires***, en premier lieu du système de crédit.

2.1.2. La conception de la monnaie et la théorie du taux d'intérêt

- Dès lors que le taux d'intérêt est exprimé comme une variable réelle correspondant à une répartition maîtrisée et non subie entre consommation présente et future, il est la rémunération de l'épargne, et comme cette dernière finance l'investissement, il s'identifie à la productivité marginale du capital. Cette approche classique en terme de fonds prêtables ne reconnaît à la monnaie qu'une fonction de moyen de paiement. Celle de réserve de valeur –apparue chez Fisher– est incompatible avec la neutralité monétaire sous-jacente à l'hypothèse *d'équilibre réel donné*. Dès qu'on abandonne ce postulat, il n'existe plus de lien stable unissant les décisions de s'abstenir d'une consommation immédiate, la consommation future assurée par ce sacrifice et donc, plus en amont, la décision de pourvoir à une consommation future. Il n'existe pas de relation simple entre le prix d'offre des financements et la consommation future, prix de demande de l'investissement. Suivant le même raisonnement, il n'y a plus de raison pour qu'un acte d'épargne conduise nécessairement à un acte parallèle d'investissement.

- La conception de la monnaie chez Keynes prend en compte à la fois les conséquences de

l'introduction de l'incertitude dans les décisions économiques –le problème doctrinal de Fisher posé par la course à la liquidité–, et les mécanismes de base de la création monétaire –la perte de cohérence du modèle de Wicksell avec la monnaie-crédit–. L'incertitude justifie l'existence de la propension à consommer et sous-tend la loi psychologique fondamentale. L'épargne des ménages est alors plus ou moins un reliquat du revenu déduit des choix de consommation. Parallèlement, dans un système bancaire moderne, les crédits font les dépôts. Au niveau agrégé, ceci implique que tout investissement a son financement, et non pas que toute épargne se traduit par un investissement de même montant. L'offre de financement ne se discute pas en terme de quantité d'épargne à constituer, mais de la **disponibilité de l'économie à acquérir des actifs** plus ou moins liquides pour financer l'investissement. De cette disponibilité résulte une offre de crédit et une conjoncture financière et boursière : la valorisation des actifs *'du côté de leur financement'*.

- Pour comprendre comment cette disponibilité des financements s'établit, il faut partir du principe suivant lequel toute décision de portefeuille est une prise de risque qui a deux facettes interdépendantes : quels actifs doivent être détenus et comment financer cette prise de position. Or chaque actif génère un cash-flow, dont la nature varie beaucoup d'un actif à l'autre (régularité des montants, des versements, conditions contingentes...). L'intérêt de détenir de la monnaie réside seulement dans son pouvoir libérateur immédiat. Si donc la valeur de la monnaie ne change pas au sens qu'elle est le numéraire, l'intérêt de sa détention est relatif à la valeur d'un actif financier, suivant le coût d'opportunité associé à son acquisition. La particularité de la monnaie dans une économie capitaliste ne se résume donc pas à sa fonction de moyen de paiement. Dans un monde où les passifs financiers privés –la dette– sont utilisés pour acquérir ou contrôler les biens capitaux, le risque est que les cash-flows qui en sont tirés ne financent plus ceux distribués aux détenteurs de passifs. La détention de monnaie intervient comme un assouplissement de la contrainte budgétaire des agents, pour prévenir ce risque de déséquilibre des flux entrant et sortant au niveau micro, suite à une évolution mal anticipée d'un actif¹⁹. Ce raisonnement est valable pour les agents non-financiers et institutions financières non-monétaires (IFNM) comme pour les banques. Ces dernières ont toutefois une influence systémique à part, parce que leurs passifs sont la monnaie et qu'elles participent au système de paiement. A ce titre, la règle de paiement à laquelle l'agent public les soumet s'applique à toute l'économie, et la gestion par la banque centrale de leurs besoins de cash pour gérer un déséquilibre, une baisse éventuelle des flux de cash entrant liée à un défaut ou à un dysfonctionnement des marchés financiers sur lesquels elles placent et empruntent, est vitale.

¹⁹ Cf. Minsky [1975 – Chap VII], pour un modèle très pédagogique de cette approche en terme d'« économie monétaire de la contrainte budgétaire ».

Au total, la détention de monnaie est en partie la conséquence d'un calcul raisonnable des besoins de transaction et des risques, et en partie instinctive. C'est un baromètre du degré de défiance à l'égard des prévisions et de la pertinence des conventions établies. C'est de cette manière que la fonction de réserve de valeur de la monnaie est prise en compte par la théorie monétaire.

- L'offre de financement dépend donc de la préférence pour la liquidité, et son prix est celui du renoncement à la liquidité. Cette préférence pour la liquidité existe chez tous les agents privés et varie de l'un à l'autre. Si le désir de liquidité s'élève partout, le seul moyen d'en obtenir est de vendre des titres moins liquides. Ces ventes provoquent une hausse du taux d'intérêt sur le marché de l'actif correspondant jusqu'à rendre préférable la détention de l'actif. **Le taux monétaire est donc le prix qui ajuste à la marge la demande à l'offre de liquidité.** Il correspond à une structure désirée des actifs plus ou moins liquide, et n'a pas de rapport direct évident avec le niveau de l'épargne ou de l'investissement dans le revenu. Il dépend donc de la forme des placements des épargnants et de la production et du type de crédit des banques, création monétaire et mouvements des marchés financiers étant ainsi liés.

- Comme la préférence pour la liquidité exprime l'incertitude perçue par les agents et la meilleure manière, selon eux, de s'en protéger, le taux d'intérêt monétaire est une convention. Et compte tenu des propriétés auto-renforçantes de la liquidité, **le taux d'intérêt est la convention dominante du marché, et non la convention moyenne, qu'il guide au contraire**, et ceci est crucial pour comprendre les dynamiques de fragilisation. Son évolution dépend de la capacité des agents à formuler des anticipations davantage que de leur orientation, et sa stabilité de la force des interactions positives entre ces deux éléments. La préférence pour la liquidité est ainsi fondamentalement encline à suivre une trajectoire divergente d'autant plus forte que les marchés d'actifs ne sont pas assez profonds, larges et que la certitude en l'avenir subit des chocs brutaux²⁰. Une organisation bancaire hiérarchisée est de ce point de vue une condition *sine-qua-non* de stabilité de l'offre de financement. A défaut de maîtriser directement le désir de liquidité des agents, le prêteur en dernier ressort peut réguler la liquidité des actifs en intervenant directement sur leurs marchés. Si le problème d'origine, l'incertitude, n'est pas réduit, les dynamiques auto-renforçantes entre liquidité et désir de liquidité sont contenues. Cette première institution microéconomique est donc à la lisière de la macroéconomie.

- Enfin, **le taux d'intérêt sur lequel la banque centrale intervient** –hors prêts en dernier ressort– exprime les conditions générales d'accès à la liquidité, précisément les conditions

²⁰ On entend par profondeur et largeur d'un marché des critères objectifs de liquidité tels le nombre de transactions et d'intervenants en moyenne sur longue période, leur diversité, l'existence de spécialistes du marché, la diversité et le nombre des émetteurs de titres et pour le marché de dette, la variété des échéances disponibles...etc.

minimales de la création monétaire selon la politique suivie par la banque centrale, à défaut, selon les préférences pour la liquidité des prêteurs et emprunteurs. C'est le *prix de l'ajustement marginal du désir de liquidité* (TG : IV-17), par conséquent, le taux plancher de rentabilité de l'investissement. C'est là un résultat fondamental de la théorie keynésienne, à savoir qu'en voulant réguler la liquidité dans le seul but d'éviter un échec de marché, la banque centrale est bien forcée de définir un prix d'intervention. Ce prix d'intervention est ce qu'il faut payer pour accéder à des ressources liquides en quantités illimitées, autrement dit, au rendement minimum exigé par une banque auprès d'un entrepreneur emprunteur. Il influence donc la préférence pour la liquidité des agents et les caractéristiques de la disponibilité des financements. Si la banque centrale intervient juste sur la partie courte de la courbe des taux, la banque de second rang évalue le prix des actifs privés à maturité supérieure qu'elle est susceptible d'acquérir, en prenant en considération les variations anticipées de ce prix d'accès à la liquidité, sur toute la durée de vie de l'actif. Cette influence du taux court va plus loin : des anticipations d'un taux court durablement élevé, pour des raisons diverses –défense d'un change fixe de type SME, cible d'inflation trop basse...–, supposant un coût d'entrée sur un marché du crédit durablement coûteux, ont une influence sur le plancher de rendement physique du capital à court et long terme et affectent le potentiel de croissance.

La manière dont est perçu le discours de la banque centrale sur ses conceptions de la régulation monétaire est aussi cruciale que les conditions courantes d'accès à la liquidité, sinon davantage. Ce discours, ses objectifs et la perception de leur cohérence avec ses actes définissent le socle d'un régime de croissance, sa *Constitution monétaire*, selon le terme employé par Brossard [2001-chap 2].

- La grande avancée de la théorie keynésienne est qu'en intégrant l'incertitude dans les choix économiques, on parvient à montrer que ***la préférence pour la liquidité est indissociable du niveau de risque macroéconomique***. Le taux d'intérêt, qui en est l'expression, est véritablement le canal intégrant les sphères monétaire et réelle. La gestion monétaire de la Grande Dépression en sera une bonne illustration. En même temps, –et c'est la raison pour laquelle Keynes, dans la TG, se montre méfiant à l'égard des stratégies de régulation macroéconomique focalisées sur la politique monétaire–, le niveau du taux d'intérêt est incapable de maîtriser à lui seul le niveau de risque dans l'économie, en raison de la contrainte asymétrique du taux zéro à laquelle le premier est soumis. Comme l'illustrera le cas du Japon, il faut le regarder davantage comme la condition d'accumulation du capital, le degré de tension entre liquidité et solvabilité, que comme la variable décisionnelle de son accumulation. Surtout, cette théorie du taux d'intérêt conclut à une ***détermination du niveau de l'activité et des prix en terme monétaire et non réel***. Les prix relatifs et leurs variations sont une résultante de comportements monétaires et la

traduction par les prix nominaux des tensions financières de chaque catégorie d'agents²¹. La TG fusionne donc les théories de la valeur et de la monnaie en une théorie de la détermination monétaire des prix et du revenu, théorie complète de la monnaie.

2.1.3. La valorisation des actifs par la liquidité : comprendre le lien entre la monnaie et la valorisation du capital

- Les propriétés auto-renforçantes de la liquidité rendent compte de l'**instabilité et du faible pouvoir explicatif d'une demande de monnaie** aussi complexe. L'approche de la monnaie par les quantités n'est plus pertinente dans un système de finance libéralisée et de crédit pur, quand la banque centrale suit une politique de taux, et ce précisément parce que le support de la liquidité est devenu difficile à cerner (cf. Annexe n°1 du Chap. I). Cette relation passe par la liquidité quasi-monétaire et financière, et au sens large, par la valorisation des prix d'actifs. La réduction de la théorie monétaire de Keynes à une fonction de demande de monnaie dans le modèle IS-LM avait pu aboutir au prix d'une ambiguïté dans ce qu'exprimait le taux d'intérêt r^{22} , entre le taux d'intérêt à court terme de la banque centrale, son évolution anticipée –le taux long public– et les anticipations des cash-flows –les taux longs privés. Redéfinir une demande de monnaie intégrant ces prix d'actifs est voué à l'échec, parce que les processus d'élaboration des anticipations, par leur caractère purement conventionnel, ne sont jamais les mêmes. Plus en amont encore, le rejet de l'hypothèse de taux de croissance réel d'équilibre à long terme implique qu'il ne peut pas y avoir de 'juste' valorisation des prix d'actifs, et par conséquent pas de norme de structure financière –d'endettement et de liquidité– objective. Il faut donc appréhender le problème de la stabilité monétaire d'une autre manière. Il ne s'agit plus de savoir quelles sont les 'bonnes' anticipations de cash-flows –ni la bonne norme d'endettement–, mais quelles sont les fragilités qui sous-tendent le boom –comment les structures de bilans évoluent-elle ?– et quels risques d'enchaînement récessifs sont-elles susceptibles d'enclencher ?

- La question de la maîtrise des fluctuations de l'activité se pose donc en terme de maîtrise des chaînes de paiement, sous contrainte de respect de l'intégrité de toutes les fonctions de la monnaie. Elle implique de comprendre la relation entre la valorisation du capital –les prix d'actifs– et la création de liquidité par les banques sous sa forme absolue, la monnaie, pour appréhender la fragilité du financement des positions des investisseurs. De ce point de vue, la distinction de Keynes entre les deux marchés distincts que sont celui de l'emprunt de monnaie –qui détermine le taux de l'intérêt de

²¹ Minsky expose en ces termes sa lecture de la TG : « [it] leads to the view that money prices reflect the basic operating characteristics of the economy. That is not something that is tacked onto a prior-determined set of relative prices » (Minsky [1982]).

²² Minsky [1975 : Chap. V] attribue cette confusion à Keynes, confusion qu'il soupçonne d'entretenir entre les différentes parties du chapitre IV de la Théorie Générale. Elle résulte surtout de ce que le succès du modèle IS-LM et sa banalisation ont eu pour revers son assimilation à la TG. En particulier, la littérature donne l'impression que les fondements de l'économie de la synthèse tiennent davantage à une critique de IS-LM qu'à une relecture de la TG.

l'emprunt (r)— et celui des actifs —qui détermine leur prix P_K — est une avancée théorique fondamentale. Leur relation séquentielle, un déséquilibre sur l'un affectant l'autre marché, alors que chaque marché a sa propre vitesse d'ajustement, met au cœur de la dynamique de la préférence pour la liquidité les mouvements d'anticipations et en particulier, le comportement des intermédiaires bancaires, champ toujours éludé par les approches hétérodoxes précédentes.

- Minsky appréhende le problème de la fragilité du financement des positions d'investissement en s'inspirant de la démonstration théorique de Keynes de la détermination monétaire du prix des actifs (TG : IV-17). Il décompose le rendement total d'un actif ($q-c+l$) entre son rendement réel 'q', et sa capacité de liquidation, dépendant négativement d'un coût d'usage du capital 'c', et positivement du rendement implicite 'l' valorisant les propriétés de liquidité de l'actif. Le rendement de la monnaie est défini par sa liquidité 'l' uniquement, laquelle est par contre maximale. Pour les actifs productifs, les propriétés de liquidité sont faibles et le rendement 'q' est supposé supérieur aux coûts d'usage 'c'.

La demande d'un actif donné est fixée par l'actualisation de cash-flows futurs explicites ($q-c$) et implicites (l). Elle est donc en partie subjective. L'entrepreneur capitalise le prix d'actif $q-c+l$ pour un rendement net anticipé 'q'. Le ratio $q/(q-c+l)$ évolue inversement à sa maturité et à la qualité de liquidité du marché. Il faut maintenant examiner comment la valeur des actifs varie en fonction du niveau de 'l'. En incertitude, le prix de vente d'un entrepreneur est construit comme le coût de production augmenté d'un *mark-up*. Le chiffre d'affaire est réparti entre les coûts variables, dont les intérêts sur la dette, et la quasi-rente 'q'. Si le contrat de dette prévoit un remboursement du principal par amortissement à chaque période, alors l'entrepreneur affectera une partie de la quasi-rente à cette tâche : 'c' exprime ainsi les flux actualisés de la dette, donc la structure du passif et 'q' les revenus bruts actualisés, soit la valorisation des fonds propres.

Enfin, dans la mesure où il existe des rigidités dans les coûts, la structure du passif n'est pas neutre sur le niveau de la quasi-rente. Des surcoûts potentiels dans le portage de la dette sont la conséquence logique de l'incertitude et supposent que l'entrepreneur anticipe un prix futur du bien supérieur au prix courant. Ce sont donc les prix courants et anticipés qui guident le producteur dans ses plans de développement. Et ce sont aussi ces anticipations de hausse des prix qui guideront, en partie, les choix concernant la structure du passif.

- Le choix spéculatif fondamental de Keynes consiste à déterminer les effets de levier sur le capital qu'on est prêt à assumer : quelle proportion des cash-flows anticipés et générés par les seules opérations de production, un entrepreneur, un ménage ou un intermédiaire financier acceptera de consacrer aux charges d'intérêt et d'amortissement du passif ? La stratégie peut consister à faire varier l'encours du passif sous forme de dette 'c' et/ou la liquidité de ses actifs 'l'.

Quand le pari de l'investissement réussit, les cash-flows dégagés sont nettement supérieurs aux engagements sur les passifs, donc le capital accumulé se valorise, et les actions de la firme ($q-c+1>0$) s'élèvent encore plus dans la mesure où le succès passé renforce l'optimisme dans les anticipations sur q . Dans les situations de bulle, provoquées par une vague importante d'investissements, souvent, les biens capitaux acquis sont directement financés par émission d'actions sur les marchés boursiers. Ceci veut dire que pendant les bulles boursières, les prix des biens capitaux, rapportés aux prix des actions qui les ont financés, peuvent baisser, même si leur prix monétaire augmente : $q-c+1$ augmente sous l'effet concomitant d'une hausse de ' q ' à structure des passifs inchangée, d'une baisse de ' c ', s'il y a un recours croissant aux actions, et sous l'effet d'une baisse de ' q ' due aux coûts de production croissants. Le mouvement est inverse dans la crise. La rentabilité du capital évaluée du côté de l'offre se dégrade sous l'effet d'une baisse de la liquidité des marchés d'action et d'une hausse relative du coût de portage de la dette par rapport aux prix des biens capitaux

- On aboutit à une valorisation d'un actif P_K , pour un rendement anticipé ' q ' et une offre de monnaie ' M ' donnée :

$$P_K = K(q, M) \quad \text{avec : } \frac{dP_K}{dq} > 0 \quad , \quad \frac{dP_K}{dM} > 0 \quad \text{et} \quad \frac{d^2 P_K}{d^2 M} > 0$$

On peut aussi écrire :

$$P_K = K(q, M, c^* - c) \quad \text{avec : } \frac{dP_K}{dc^*} > 0 \quad \text{pour } c^* : \text{plafond acceptable de la charge de passif}$$

+ + + -

Comme la valorisation des capitaux existants P_K est un des déterminants de la demande de nouveaux biens capitaux, ses variations deviennent un proxy des variations de l'investissement. Elle croît en phase d'expansion et baisse pendant les phases de récession. Donc, au niveau agrégé de l'économie, les fondamentaux des prix d'actifs ne correspondent plus à grand-chose, même si ces prix sont encore la valorisation la plus objective. P_K est ancré partiellement sur la politique monétaire et dépend également des mouvements de préférence pour la liquidité, c'est-à-dire des comportements vis-à-vis de la liquidité des prêteurs et des emprunteurs. Pour cette raison, Minsky substitue à la demande de monnaie, cette fonction de demande d'investissement fondée sur la sensibilité des positions financières.

2.2. La théorie de l'investissement : les fondements micro de la macroéconomie

- Le niveau du revenu agrégé, au sens de la demande effective, dépend de la propension à thésauriser, de l'action des autorités monétaires sur l'offre de monnaie et sur l'état de confiance sur lesquelles sont fondées les anticipations de rendement du capital, de la propension à consommer et des facteurs sociaux qui interviennent dans la fixation du salaire nominal. Mais de tous ces facteurs, ceux qui déterminent directement le niveau de l'investissement sont les moins fiables, dans la mesure où ils dépendent de notre vision de l'avenir (Minsky [1975 - pp.93/4]).

Dans un premier temps (2.2.1.), on raisonne dans le cycle des stocks –dit à court terme–, ce qui permet de dégager des prix d'offre et de demande d'actifs dépendant des contraintes connues de production, de structure financière et de refinancement. C'est là qu'on voit comment Keynes reprend la problématique autrichienne du début du chapitre pour construire l'articulation entre le cycle des stocks et celui de l'investissement. Le premier cycle décrit en effet les contraintes de débouchés et de recyclage des facteurs au cœur de la problématique autrichienne, et qui modifient le prix relatif P_I/P_C . En plaçant ensuite ces prix dans un cadre dynamique et reconstruit au niveau agrégé de l'économie (2.2.2.), on fait apparaître un dynamique endogène de l'investissement et de son envers, les fragilités financières, autrement dit, la formation du cycle financier de moyen terme, le modèle de double évaluation du capital qui formalise l'*Hypothèse d'Instabilité Financière* (HIF) de Minsky. La déformation des prix qui posait problème à Wiksell est alors amplifiée car 'baignée' dans la *doctrine de la liquidité* de Keynes, déclenchant des décisions d'investissement ou au contraire, de liquidation anticipée de capital.

- La démonstration de Keynes est bien connue et certains considéreront sans doute qu'elle ne nécessitait pas le développement ci-dessous. Elle est pourtant rarement, sinon jamais exposée dans les cours d'économie. Il faut le regretter. Sans cette démonstration simple mais cruciale, l'étudiant en macroéconomie ne dispose pas du véritable outil permettant de circonscrire sa matière et à partir de là, d'avoir une bonne idée de son objet. Tout particulièrement, il ne saisit pas clairement comment et à quel point la discipline de la macroéconomie repose sur le principe d'incertitude, d'où une étude souvent trop mécanique des questions de politique économique, sans le pragmatisme qu'elles requièrent. Nous avons voulu combler ce manque.

2.2.1. La relation investissement/taux d'intérêt dans le cycle des stocks : équilibre partiel

- Dans ce cycle court, la décision d'investissement repose sur deux types d'informations : (a) le rendement anticipé sur un investissement, qui donne l'efficacité marginale du capital attendue par les investisseurs, (b) la courbe d'offre des biens capitaux, synthétisant les conditions d'acquisition des biens intermédiaires par leurs producteurs et, s'il y a financement externe, l'impact de cet endettement sur le niveau de risque de l'investissement. Les fluctuations de l'investissement sont alors *a priori* provoquées par des modifications des rendements anticipés de l'investissement, du coût de financement des positions sur les marchés et surtout, de la relation entre ce dernier et le taux d'actualisation des premiers, qui dépend du degré d'incertitude ressenti par les agents.

a) Le prix d'offre et le prix de demande d'actifs à court terme

• L'incitation à investir dépend de l'écart entre le prix d'offre courant P_I et le prix de demande courant du capital P_K . Le premier se rapporte aux capacités de production déjà existantes et est appréhendé, en général, comme leur coût de remplacement²³. Il correspond donc à la contrainte financière et technique de production de l'investissement sur un horizon de court terme et s'apprécie comme la somme des cash-flows Q_t attendus de l'utilisation de cet équipement sur sa durée de vie restante "T", escompté par le taux de rendement net anticipé 'r'. On peut l'écrire :

$$P_I = \sum_{t=1}^T \left[\frac{Q_t}{(1+r)^t} \right] = P_I(r, Q, T) \quad \text{ou par simplification, pour } r_1 = r_2 = r_3 = \dots = r : \quad P_I = \frac{Q}{r}$$

Avec sous la pression concurrentielle : $P'_{I_t} < 0$.

On a vu que *pour investir il faut d'abord investir*: des perspectives optimistes qui soutiennent l'investissement créent plus en amont des tensions supérieures sur la production des biens capitaux, faisant monter leurs prix. Compte tenu de la lenteur des ajustements de la production de biens intermédiaires sur le court terme, on a donc : $P'_{I_Q} > 0$, bien avant d'atteindre le plein-emploi macroéconomique. Enfin, l'allongement de l'horizon temporel implique que pour maintenir le niveau de rentabilité du capital, il n'acceptera de produire que pour un prix d'écoulement supérieur, soit : $P'_{I_T} > 0$. On retrouve ici le rôle guide du rapport des prix des biens finaux/capitaux qui fonde le raisonnement en anticipations imparfaites.

• Le prix de demande du capital est l'évaluation par le marché de la rentabilité exigée d'un actif nouveau. Sa valeur actuelle correspond donc à la somme des rendements futurs espérés actualisés au taux d'intérêt courant de l'emprunt, soit :

$$P_K = \sum_{t=1}^T \left[\frac{Q_t}{(1+i)^t} \right] = P_K(i, Q, T) \quad \text{ou par simplification, } P_K = \frac{Q}{i}$$

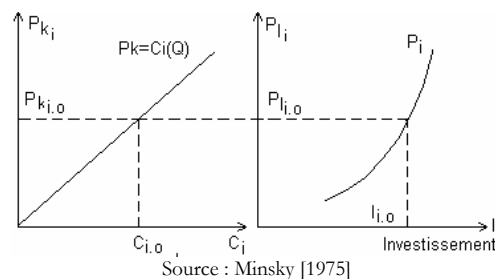
Il est d'autant plus faible que le taux d'intérêt de l'emprunt courant 'i' est élevé ($P'_{K_i} < 0$), d'autant plus élevée que le niveau des cash-flows qu'on espère en extraire s'élève ($P'_{I_Q} > 0$) et que l'horizon sur lequel on estime pouvoir extraire ces cash-flows s'allonge ($P'_{K_T} > 0$). P_K peut-

²³ Conséquence de l'introduction de l'incertitude, le prix d'offre n'est plus la relation effective qu'après une vie d'un investissement, on constate rétrospectivement entre les revenus tirés du capital et son coût d'acquisition. Il dépend du revenu attendu d'une somme investie dans un actif nouvellement produit (TG IV-11-1). Il est fixée par le producteur en termes monétaires, comme un pari : l'évaluation des débouchés et des coûts de production donne un prix estimé 'hors usine' auquel est affecté un taux de marge. Ce taux de marge justifie le terme de *quasi-rente* du producteur et la désignation du prix d'offre comme un *prix de réserve*. Keynes définit ainsi le rendement escompté du capital nouveau comme « le taux d'escompte qui, appliqué à la série des annuités attendues du capital pendant son existence, rend la valeur actuelle des annuités égale au prix d'offre du capital ».

être interprété, en référence au Q de Tobin. Si ce prix est supérieur au prix d'offre, il est plus intéressant d'acquérir du nouveau capital que de s'en tenir au capital courant. S'il est inférieur, on laisse le capital s'user sans le renouveler.

- Ici, l'efficacité marginale du capital correspond au taux d'actualisation assurant l'égalité entre le prix d'offre et le prix de demande du capital. Le prix P_K de l'investissement demandé au niveau agrégé correspond à la valeur escomptée des cash-flows Q actualisés à un facteur C tel que $P_K = C.Q$. Ce facteur d'actualisation s'apparente à la confiance en la réalisation du niveau des cash-flows attendus. Pour un bien capital 'i' et une sensibilité de P_i à l'investissement, 'I' cette confiance décrit la relation suivante entre P_i , P_K et I :

Figure 3 – P_K , P_i et la confiance dans le niveau des cash-flows anticipés



Si on suppose un marché des capitaux parfait, où les financements de l'investissement sont octroyés sans limite pour des termes identiques du contrat de dette, et si ces termes correspondent toujours au facteur d'actualisation C_i , alors la production de biens d'investissement évolue de telle sorte que le prix d'offre de l'actif productif atteint le prix demandé.

Cette présentation fait intervenir deux effets contradictoires : la seule raison pour laquelle un actif physique 'i' offre des perspectives de cash-flows Q_i dont la somme actualisée est supérieure à son prix courant est sa rareté. Or les quasi-rentes des entreprises s'effritent progressivement avec l'intensification de la concurrence, la banalisation du savoir spécifique et l'accès facilité à ces inputs (ouverture internationale, etc.), de sorte qu'au niveau microsectoriel, le rendement anticipé sur i s'écrit : $Q'_i(K_i, Y_i)_{K_i} < 0$. Mais les cash-flows Q regroupent ceux anticipés par les producteurs de biens intermédiaires et de biens finaux. L'effritement des quasi-rentes touche surtout les producteurs de biens finaux, tandis que les cash-flows espérés par les producteurs intermédiaires croissent sous l'effet de la hausse du prix courant des biens qu'ils vendent.

- Au total, l'efficacité marginale du capital est décroissante, pour des annuités anticipées données, parce que le rendement escompté d'une unité de capital baisse quand sa quantité totale augmente (saturation de la demande de ce bien particulier, maturité d'un créneau de la dépense de

consommation) et parce que la compétition autour des ressources servant à produire ces biens capitaux tend à faire monter leur prix d'offre. Mais le poids du secteur intermédiaire croît dans un revenu agrégé brut et dans une valeur ajoutée qui ont augmenté, du fait de son dynamisme – la forme convexe de la courbe $P_1(I)$ – et de son effet rétroactif sur le revenu agrégé. Ce secteur soutient de plus en plus seul la dynamique de valorisation du capital $P_K = C.Q$ tandis que les perspectives de croissance de la demande finale, seul motif valable pour l'investissement, y prennent de moins en moins part. Au niveau agrégé, ce n'est probablement plus le prix d'offre qui domine la dynamique de l'investissement, mais P_K , qui poursuit sa hausse. Celle-ci sera de plus en plus autonome avec le raffermissement de la confiance C , laquelle masquera les effets de l'abondance des biens capitaux sur la baisse de l'efficacité marginale du capital.

b) Contrainte de production des biens capitaux et contrainte de liquidité

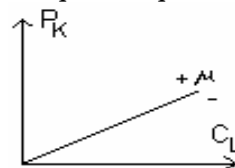
• Jusqu'ici, on s'est intéressé au degré d'incertitude sur les anticipations de rendement global de l'investissement. Il faut y associer l'incertitude sur le **schéma temporel de réalisation de ces cash-flows**. Restons au niveau sectoriel et distinguons dans C_i la confiance en la réalisation d'une part, du niveau actualisé des cash-flows C_L , et d'autre part, de l'adéquation entre le rythme des entrées de cash-flows prévu et leur réalisation effective (μ). Le lien entre C_i et C_L s'écrit :

$$\frac{P_K}{Q} = C_i = \mu.C_L \quad \text{pour : } 0 < \mu < 1 \quad \text{soit : } C_L \geq C_i, \forall i$$

Comme on prend en compte un élément d'incertitude supplémentaire, C_i est inférieur ou égal à C_L . Plus μ est élevé, plus la structure temporelle des cash-flows et des engagements est subjectivement perçue comme neutre. La relation entre C_i et C_L décrit le lien entre la rentabilité de l'investissement et le risque d'illiquidité, les conditions de refinancement du *financing-gap*. ($C_L - C_i$) s'apparente donc à un coût d'opportunité attaché à l'apparition d'une position non-anticipée au cours de la période de gestation de l'investissement, qu'il faudra financer ou placer et qui est alors susceptible d'influencer le degré d'incertitude sur la rentabilité globale escomptée – puisque μ et C_L sont multiplicatifs. On peut alors préciser la définition de l'efficacité marginale du capital.

Figure 4 – Prix demandé du capital et risque d'illiquidité

$$\frac{P_K}{\mu.Q} = C_L \quad \text{avec :}$$



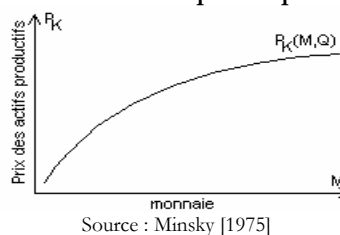
• On sait que le taux de l'intérêt de l'emprunt est fixé en fonction de la préférence pour la

liquidité. Plus l'offre de monnaie 'M' est élevée, plus le coût de la liquidité baisse, et plus les facteurs d'actualisation C_L et μ s'élèvent. En même temps, dans l'optique du cycle des stocks de court terme, au niveau sectoriel, nous raisonnons en équilibre partiel, en l'occurrence à *préférence pour la liquidité* (PPL) inchangée. L'effet d'un assouplissement marginal de la politique monétaire sur la valorisation du capital y est positif mais décroissant. Pour $P_{K_i} = P_{K_i}(M, Q_i)$ on écrit donc :

$$\frac{dP_{K_i}}{dM} > 0$$

$$\text{et : } \frac{d^2 P_{K_i}}{d^2 M} < 0 \quad \text{et} \quad \frac{P_{K_i}}{M} \rightarrow P^*_{K_i} \quad \text{et} \quad M \rightarrow \infty$$

Figure 5 – Prix demandé du capital et politique monétaire



Si cette relation est vraie aux niveaux micro et macro, la fonction agrégée $P_{K_i}(M, Q_i)$ est néanmoins instable par construction, du fait de la relation volatile (i) entre la quantité de monnaie et les conditions d'emprunt, (ii) entre le taux d'intérêt des emprunts et le facteur d'actualisation des cash-flows anticipés, et (iii) d'un prix demandé du capital dépendant fondamentalement des perspectives de rendements, largement conventionnelles. Ceci permet de faire cohabiter dans une même théorie efficacité micro et instabilité macro, comme nous allons le voir à présent.

2.2.2. Vers la formation de l'investissement sur le moyen terme : le cycle financier

- Chez Wicksell, la manipulation des taux d'intérêt bancaire pour trouver le taux d'intérêt naturel permet de réguler une dynamique cumulative de l'investissement. Fisher [1933] se résout à cette conclusion plus ou moins clairement alors qu'il affirmait avant que l'ajustement des taux monétaire et réel, synthétisant la position de l'économie dans le cycle, devait se produire de manière endogène, dès lors qu'assez de liquidité centrale stabilisait les anticipations. Qu'en est-il chez Keynes ? La courbe de l'efficacité marginale du capital prend une importance fondamentale, mais le prix de demande des biens capitaux ne dépend pas seulement de la rareté ou de l'abondance de ces derniers et du coût de leur production dans le présent. Il dépend aussi et de plus en plus de l'état de confiance en les prévisions de rendement futur. Pour comprendre la nature monétaire de ces variables, arrêtons-nous un instant sur ce qui vient d'être dit.

Dans leurs décisions d'investissement, les entrepreneurs acceptent un risque, qui apparaît à travers les probabilités de cash-flows futurs 'Q' et un facteur d'actualisation associé, exprimant l'incertitude ressentie quant à la viabilité de leurs prévisions, et qu'ils tentent 'comme ils peuvent' de prendre en compte en ajustant leur prix de demande de biens capitaux. Le temps s'écoulant

lève cette incertitude, et des pertes ou profits apparaissent qui réalisés, deviennent une plus ou moins-value en capital. La différence entre l'efficacité marginale du capital supposée au moment du lancement de l'investissement et celle qui est effectivement tirée de celui-ci est précisément la différence entre efficacité micro et instabilité macro.

Le niveau de l'activité et des profits dépend fondamentalement de celui de la demande effective et des conditions effectives de refinancement des positions, sur la période qui va du lancement de l'investissement au terme de la durée de vie du capital constitué. On retrouve ce résultat en rapprochant les définitions simplifiées des prix d'offre et de demande du capital données en (2.2.1). On obtient par intégration des cash-flows, au niveau agrégé : $P_K = r/i \cdot P_I$. L'efficacité marginale de Keynes, au niveau agrégé, dépend de l'intégration des anticipations de rendement au comportement de la structure financière. C'est donc une variable macromonétaire et non pas technique, réelle.

a) La double évaluation : structure de passif et rythme d'investissement

- Toute acquisition d'actif productif, qu'elle soit financée sur fonds propres, par émission d'actions nouvelles, d'obligations ou de prêts implique que les agents contractants prévoient une marge de sécurité. Celle-ci existe et évolue différemment chez le prêteur et l'emprunteur dans la mesure où leurs préférences pour la liquidité n'ont aucune raison d'être les mêmes.

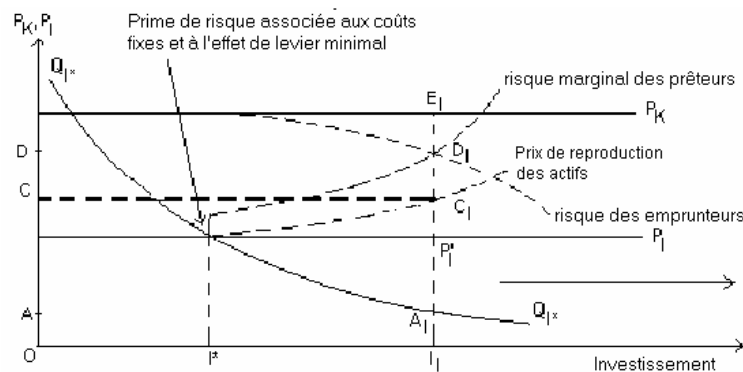
(i) Choix d'investissement et évaluation du capital du côté de la demande d'investissement

- Observons la Figure 6. P_I correspond dans sa partie droite au prix de réserve des producteurs de biens capitaux. Il est à présent donné. Ceci implique qu'il est pris comme la référence pour étudier les prix relatifs, et non que son niveau reste inchangé. Les interactions exposées plus haut entre P_I et la valorisation anticipée du capital P_K demeurent valables, de sorte que P_I monte fortement pendant les boom et chute pendant les crises, mais le raisonnement bouclé au niveau macro suppose que les dynamiques de la liquidité financière et de la demande effective sont plus puissantes que les mécanismes autorégulateurs du cycle des stocks de la courte période, de sorte que ce sont elles qu'il faut regarder, l'évolution de P_I en étant déduite. Dans sa partie courbe, P_I est la variabilité de la reproduction des actifs dans le cas du recours à la finance externe, c'est-à-dire le prix d'offre des biens pour des niveaux variables d'activité des branches qui les produisent. Il est fonction croissante du niveau anticipé des ventes et du risque du prêteur. *Ex-ante* –à PPL constante–, l'accroissement du recours à l'endettement pour financer un nouvel investissement se paiera à un taux d'intérêt supérieur (courbe de coût marginal du prêteur). Q_I^* désigne le cas où les cash-flows réalisés sont juste égaux aux cash-flows anticipés, cas qu'on désigne par le terme un peu trompeur d'*autofinancement anticipé*²⁴. Il correspond peu ou prou à l'équilibre de courte

²⁴ Léonard [1988] en donne une définition identique : « niveau d'investissement susceptible d'être entièrement autofinancé par les profits pour un montant donné d'épargne brut et pour des prix d'offre variables ». C'est donc un niveau d'investissement d'équilibre classique, ou chez Minsky d'équilibre *ex-ante*, pour lequel les fluctuations économiques demeurent

période, où l'activité est contenue dans le cycle des stocks. Ce niveau de cash-flows s'écrit comme le nombre de biens d'investissement acquis multiplié par leur prix total d'acquisition $Q_{I^*} = P_{I_i} \cdot I_i^*$.

Figure 6 – Minsky : la double évaluation du capital



L'attitude des entrepreneurs face au risque se mesure par le niveau d'investissement décidé par rapport à la courbe Q^* . Elever l'investissement de I^* à I_1 indique une prise de risque supérieure, puisque la rentabilité attendue dépasse la courbe Q_{I^*} ²⁵. Il peut par exemple s'agir d'un allongement de la période moyenne de gestation des investissements, qui nécessite davantage d'endettement (AA_1C_1C), pour un autofinancement de (OI_1A_1A). La décision d'accumulation de nouveau capital –et son corollaire, l'endettement– est enclenchée car la valeur de marché des biens capitaux est supérieure au prix courant de l'investissement : les gains nets anticipés (CC_1D_1D) sont déduits de la différence entre le coût de l'accumulation –la valeur globale de l'investissement au prix d'offre (OI_1C_1C)– et son évaluation financière par les prêteurs et emprunteurs (OI_1D_1D). On relève qu'ici, en statique, plus la prise de risque est importante, plus l'aversion au risque des prêteurs et des emprunteurs doit être compensée par une prime²⁶.

- Observons ce qui se passe du côté des emprunteurs, dont ceux produisant des biens d'investissement. Compte tenu de ses anticipations, une entreprise évalue son prix de demande de capital : $P_{K_i} \cdot K_i = K^*(Q_i)$. Cette valorisation est indépendante de la structure financière du passif. En supposant que la firme actualise ses engagements financiers à venir CC au même facteur K^* , pour qu'il y ait investissement, il faut : $P_{K_i} > K(Q_i) > P_i$. Si l'acquisition de biens capitaux est financée par endettement ou par profits non distribués, il est nécessaire que : $K^*(Q_i - CC_i) > 0$.

contenues dans le cycle des stocks. Q^* doit donc être considéré comme un repère, qui aidera plus loin à illustrer graphiquement l'instabilité et l'orientation de la fluctuation macro.

²⁵ Notons ici qu'*a priori*, plus on se déplace vers la droite de la courbe, plus les entrepreneurs adoptent un comportement Ponzi, au sens défini par Minsky [1975] (cf. 3.1.1.).

²⁶ Le terme *prime de financement externe* serait restrictif. En environnement incertain, tout engagement se conçoit comme un choix de portefeuille et donc, se valorise comme un coût d'opportunité. Le financement externe ne fait qu'accentuer ce coût parce qu'il rend dès le départ l'emprunteur dépendant des comportements du système financier.

On suppose à présent que le comportement d'investissement de l'entreprise ou du secteur représentatif n'est plus infiniment élastique aux prix, mais correspond à un monopole ou à un monopsonne –quasi-rentes keynésiennes–. De cette manière le comportement micro intègre partiellement les phénomènes qui interviennent par intégration au niveau macro. Il est alors possible d'expliquer la baisse de la courbe P_K .

En effet, le risque auquel l'emprunteur doit faire face est subjectif. Il a deux facettes, qui concourent chacune à réduire le facteur d'actualisation appliqué aux anticipations de cash-flows et donc le prix de demande de capital. (i) Si les firmes sont averses au risque, à environnement inchangé, la concentration sectorielle des investissements réduit le facteur d'actualisation de Q . Il est préférable de diversifier. (ii) Du côté de l'actif des entrepreneurs, c'est la baisse des marges de sécurité avec la hausse de l'endettement, même à ratio constant des charges sur les cash-flows. Les cash-flows futurs sont incertains, alors que les charges associées à la structure financière, définies de manière contractuelle, le sont davantage. Une perturbation, même marginale, du rythme des retours sur l'investissement peut provoquer une dégradation des résultats courants et une crise de trésorerie d'autant plus aiguë que les effets de levier attendus sont élevés, sans choc du côté du système financier²⁷. Ces perturbations, même momentanées, sont susceptibles de remettre en cause les plans d'investissement et/ou de provoquer une révision de la solvabilité de l'emprunteur. Plus l'endettement nominal croît, plus une firme doit renforcer sa trésorerie. Au coût d'endettement pour un investissement, il faut ajouter ce coût supplémentaire de trésorerie.

Ces tensions potentielles sur la trésorerie, comme la volatilité des revenus anticipés résultant de la concentration sectorielle de la dette, pour des emprunteurs averses au risque, modifient le potentiel de valorisation du capital $P_{K_i} * K_i$. Elles s'expriment à travers le facteur d'actualisation K^* , qui se valorise. Dès que les demandeurs de biens capitaux s'endettent, le prix maximal P_K auquel ils sont prêts à le payer baisse en fonction de cette aversion au risque (courbe descendante de l'emprunteur de la Figure 6 à partir de I^*). Si cette courbe se plie fortement (trop de dette pour une conjoncture incertaine, instabilité de la structure de la demande, etc.), P_K peut baisser sous P_I signifiant qu'il faudra désinvestir ou diversifier.

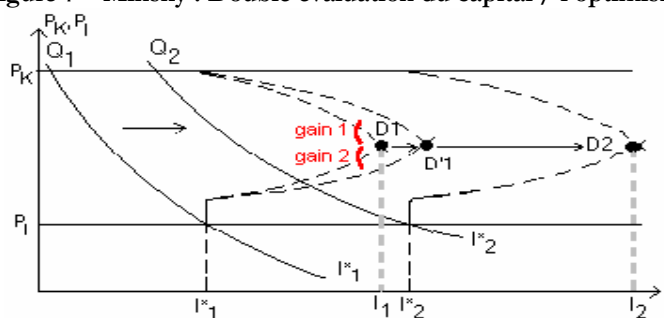
(ii) L'évaluation subjective du risque du côté de l'offre de capitaux

- A environnement macro inchangé, la prime d'assurance demandée par les prêteurs croît exponentiellement avec la prise de risque de l'emprunteur, en raison des effets de levier que celle-ci implique. Cette prime s'ajoute au prix d'offre des biens capitaux. Elle se traduit par une

²⁷ Le μ défini en p. 78 s'attachait au risque de liquidité produit par l'inadéquation entre les rythmes des cash-flows et des charges, indifféremment de l'origine du choc. On regarde ici celle du côté des actifs.

discontinuité de la courbe P_I à partir de I^* . Pour un cash-flow $I_1 D_1$ par unité de capital accumulé, le poids relatif des charges de la dette est de $(A_1 D_1 / I_1 D_1)$ et la rémunération des actionnaires $(IA_1 + [D_1 E_1]) / I_1 D_1$ suivant les prévisions de rendement P_K et le facteur d'actualisation K^* . Par rapport à un investissement moins hardi, comme I^* , ici, la rémunération de l'actionnaire semble plus faible. Elle correspond en fait à un apport en capitaux par les actionnaires plus modeste.

Figure 7 – Minsky : Double évaluation du capital / l'optimisme



Si un événement non-anticipé se produit, de nature à réduire l'incertitude perçue sur l'environnement, le facteur d'actualisation des cash-flows K^* s'élève. La prime de risque exigée par les prêteurs baisse, de sorte que les dettes en cours sont mieux valorisées, à niveau d'anticipations de cash-flows inchangé, et la valeur capitalistique des entreprises gonfle (cf. Figure 7). Les deux courbes P_I et P_K s'allongent, de sorte que le niveau antérieur d'investissement I_1 correspond alors à un choix conservateur, par rapport au nouvel investissement d'équilibre sur le marché des prêts I_2 , puisque les banques anticiperaient un surprofit sur leurs marges nettes d'intérêt (gain 2) et les actionnaires sur leurs ventes (gain 1). Mais la concurrence pousse à réviser à la hausse le rythme de développement du crédit et les plans d'investissement. A niveau inchangé d'anticipations, la réduction de l'incertitude déplace le niveau d'investissement d'équilibre sur le marché des prêts de D_1 à D_1' . Si c'est le niveau des anticipations qui s'élève –pour une incertitude perçue inchangé²⁸–, on peut conserver la même attitude face au risque en augmentant les volumes d'investissements souhaités et de financements proposés –donc sans modifier les conditions d'accès à ceux-ci–. Cette fois, c'est la courbe d'autofinancement anticipé Q_1 qui se déplace à Q_2 , de sorte qu'on atteigne un nouvel investissement d'équilibre sur le marché des prêts D_2 .

- Si les critères qui servent à évaluer les rendements anticipés, le niveau des risques associés et le degré de confiance attaché à ces estimations, diffèrent selon que l'on se trouve du côté des prêteurs ou des emprunteurs, ils évoluent généralement dans le même sens. Ajoutés au caractère

²⁸ Si le degré d'incertitude intervient directement sur le facteur d'actualisation K et le niveau des anticipations directement sur Q , les deux produisent sur les « *esprits animaux* » de l'optimisme et sont par conséquent auto-renforçant –sauf dans la phase ultime du boom (cf. 3.2.2.)–. L'aversion au risque exprime l'état des 'esprits animaux'. La distinction a ici un but pédagogique.

auto-renforçant des degrés perçus d'incertitude et de risque, l'ensemble produit des variations potentiellement importantes du niveau d'investissement d'équilibre.

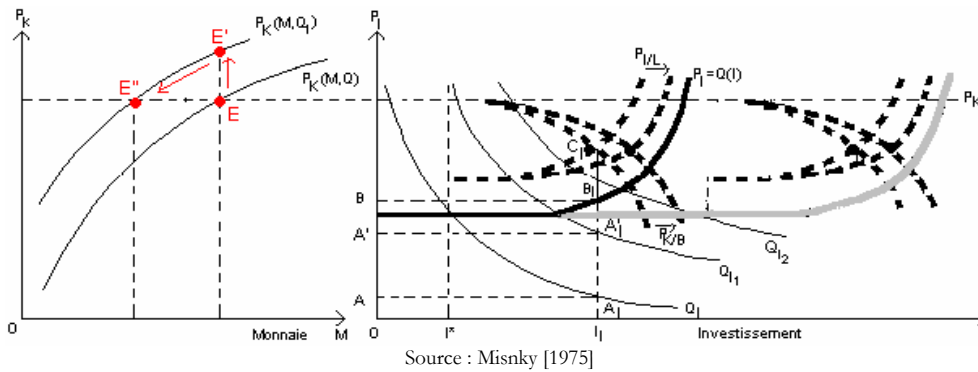
Les prêteurs tentent de maîtriser leurs risques de plusieurs façons allant de la prime de risque exigée, au niveau et à la qualité de la prise de garanties (collatéraux), en passant par l'aménagement des maturités des prêts, leur renouvellement conditionné à des critères de solidité financière et/ou de conformité des plans investissement initiaux à leur réalisation, voire à un droit de regard sur la politique de dividende de l'entreprise. Le prix de l'emprunt n'est plus le seul instrument de sélection du risque et son évolution ne reflète pas strictement celle des conditions d'accès à l'endettement. Ce marché est caractérisé par un équilibre de rationnement. Sur la Figure 7, le taux d'intérêt inclus dans P_1 reflète donc moins le prix d'équilibre du marché de l'emprunt qu'il synthétise les conditions de l'offre²⁹. Notons dès à présent que la sensibilité de P_1 et de l'offre de financement dépend beaucoup des techniques de réduction des asymétries informationnelles –le nantissement immobilier les accroissent considérablement–.

b) L'investissement agrégé

- Il s'agit maintenant de définir la relation entre ces variables financières et ce qui permet le bouclage macro, autrement dit la fixation du niveau de l'efficacité marginale du capital et les conditions monétaires.
- La fonction d'investissement agrégé de Minsky $P_K = P_K(M, Q)$ reprend sous une forme synthétique l'équation de détermination du capital $P_K = K(q, M, c^* - c)$ trouvé en 2.1.3., quand il s'agissait de comprendre les motifs de la détention de monnaie par rapport aux autres actifs. Relevant que des logiques purement spéculatives sur les marchés financiers font partie d'un monde entaché d'incertitude, Brossard [1999 : Chap. 4.2.1] propose d'ajouter explicitement à l'équation les anticipations d'évolution de prix d'actifs, renforçant donc la dynamique procyclique de l'investissement : $P_K = K(P_K^a, q, M, c^* - c)$. Cette équation incorpore ainsi les trois effets identifiés par Keynes dans la TG, qui interviennent dans la relation entre la monnaie et l'évaluation de l'investissement du côté de la demande : (a) l'effet de la monnaie sur le taux d'intérêt de la dette, (b) celui du taux d'intérêt de la dette sur l'efficacité marginale du capital (i.e. son facteur d'actualisation), et (c) l'effet de cette efficacité marginale du capital sur le rendement anticipé de ce dernier. On obtient une relation positive et hautement instable entre l'offre de monnaie et le prix de demande du capital :

²⁹ On revient sur les fondements microéconomiques de l'équilibre de rationnement en section 2.3.1.

Figure 8 – Minsky : l'expansion instable



Dans le graphique de gauche (Figure 8), une hausse des prix d'actifs intervient : la dynamique auto-renforçante de la PPL s'apparente alors à une baisse de la liquidité monétaire relativement à la liquidité financière. L'offre de financement bancaire s'assouplit, et l'expansion du crédit élève l'investissement et la demande globale, de sorte que l'on passe de E à E'. A ce niveau, les cash-flows anticipés sont plus importants et renforcent encore la demande de crédit. En même temps, dans cette dynamique, la hausse des prix d'actifs approfondit la liquidité financière, ce qui permet une expansion de l'endettement aux conditions monétaires inchangées de la banque centrale (E''). L'efficacité marginale du capital s'accroît (déplacement de la courbe) en dépendant de plus en plus de la liquidité financière.

A droite, on reprend au niveau agrégé la Figure 7³⁰. La position de l'investissement par rapport à la courbe Q donne le sens de la dynamique des cash-flows –l'évolution de cette courbe Q–. Si l'investissement agrégé est I*, la hausse des prix d'actifs évoquée au début du raisonnement sur le graphique de gauche incite à investir davantage en s'endettant, jusqu'à I₁. L'impact positif sur le niveau de l'activité permet de réaliser un profit inattendu, de sorte que les investisseurs se retrouvent frustrés de n'avoir pas accru davantage leurs investissements en utilisant le levier d'endettement. Compte tenu du niveau du prix d'offre de capital et du niveau des cash-flows effectivement réalisé, il existait une possibilité d'endettement à bon marché (E'). La courbe Q₁ qui ici, exprime la situation financière des agents une fois que l'investissement a été mis en place (c'est-à-dire le revenu supplémentaire effectivement généré) montre que les cash-flows dégagés permettent de réduire objectivement le taux d'endettement (il passe de A₁B₁/I₁C₁ à A*₁B₁/I₁C₁). Dans la période suivante, ils vont donc accroître davantage leur endettement pour augmenter leurs investissements. Parallèlement, le succès de la première période incite les banques à réduire leur risque. Dans ces conditions, avec les taux réduits (baisse de la prime de risque) la charge de la dette va baisser et de nouvelles possibilités de financement vont encore apparaître –le plafond

³⁰ Rappelons que l'investissement et les prix sont exprimés respectivement en unité de travail salarié et en unité de salaire. Un investissement au-dessus de la courbe de cash-flow accroît l'activité et la demande via le multiplicateur.

acceptable d'endettement 'c*' s'élève—. Les ajustements sur le marché du crédit et sur le marché d'actifs sont séquentiels l'un de l'autre, et ne réagissent pas à la même vitesse. En l'occurrence, la baisse de la prime exigée par les prêteurs permet de faire apparaître un nouveau profit plus élevé qu'anticipé pour les actionnaires. Il y a alors une dynamique cumulative de valorisation du capital. Dans cette dynamique, le ratio des charges de la dette aux cash-flows croît objectivement et les bénéfices nets, après impôts et rémunération des passifs augmentent moins que l'investissement. Les revenus bruts tirés de celui-ci sont de moins en moins en rapport avec le coût de l'endettement, de sorte qu'on s'éloigne de l'idéal *ex-ante* décrit par la courbe Q. Comme les actifs continuent de s'apprécier (baisse des primes de risque, accroissement de l'effet de levier et hausse des profits nominaux), la demande d'endettement s'intensifie, comme le rythme de réduction de la liquidité des bilans (E'' —graphique de gauche). L'effet de levier attendu par les actionnaires augmente subjectivement compte tenu d'un effet de composition entre la hausse des charges de la dette d'un côté, et la baisse de la préférence pour la liquidité de l'autre, autorisant une structure des passifs à plus fort levier. A mesure que la croissance s'accélère, elle se fragilise.

2.3. La réduction des asymétries informationnelles dans les relations de crédit contre la stabilité macroéconomique

- La théorie keynésienne de l'investissement repose principalement sur deux éléments : d'un côté, les comportements de portefeuille, qui relient la valorisation du capital à la structure du portefeuille des entreprises, ménages et institutions financières, et de l'autre, la fonction d'offre de biens d'investissement, reliée aux comportements de portefeuille par les conditions de financement. Dans le modèle de Minsky, en déterminant le *prix de réserve* des investisseurs, la *quasi-rente* Q minimale acceptable, la courbe d'offre agrégée synthétise à la fois la phase de l'économie dans le cycle à travers les conditions courantes de production, et les tensions financières du moment. On avait alors assimilé l'offre bancaire à l'ensemble de l'offre de financement, exprimant par là **la sensibilité de la valeur des créances à la liquidité**, et associé les variations de cette offre de financement à celles du niveau de l'activité dans une relation stable. On s'intéresse maintenant à la manière dont les banques réagissent individuellement aux asymétries informationnelles dans leurs opérations de crédit.

La manifestation macroéconomique de cet affinement de la courbe d'offre de financement est le *canal du crédit* (2.3.1.). Il dit que l'impact des fluctuations de l'activité sur celles de l'offre de financement n'est pas linéaire et mais de nature à amplifier les dynamiques cumulatives mises en évidence ci-dessus. Plus encore, les stratégies bancaires de réduction des asymétries informationnelles, efficaces au niveau micro, ont pour effet d'accroître l'instabilité conjoncturelle. Ces effets sont généralement étudiés à travers les modèles d'agent représentatif avec accélérateur financier et *flight-to-quality*. On en

fera une très brève présentation volontairement, d'abord parce que les chapitres suivants seront l'occasion d'étudier de près les boucles crédit / prix d'actif (2.3.2.), ensuite parce que cette manière d'expliquer l'instabilité conjoncturelle, par l'échange à l'équilibre, est réductrice, n'intégrant pas véritablement la dynamique de la liquidité.

2.3.1. La résolution micro des asymétries informationnelles dans les relations de financement³¹

- Les problèmes d'anti-sélection associés à l'acquisition d'un actif dont il est impossible d'apprécier sur le champ toutes les caractéristiques ont été conceptualisés par Akerlof [1970]. Sur un marché dit *incomplet*, l'information sur un actif n'est pas totalement révélée dans ses prix de vente, de sorte que la demande, qui se porte prioritairement sur les prix offerts les plus bas, peut être trompée sur sa qualité réelle. Si les banques octroient leurs crédits en priorité aux emprunteurs acceptant les taux d'intérêt les plus élevés, elles attirent dans leurs portefeuilles les risques les plus spéculatifs et évincent les plus conservateurs. Si le taux d'intérêt est le seul mode de gestion des risques, et si au cours de la période de contrat, les charges d'intérêt s'avèrent plus élevées que prévu, la solvabilité des emprunteurs peut se dégrader au point de les inciter à s'engager dans des opérations plus risquées pour *se refaire*. Ces risques d'*anti-sélection ex-ante* et d'*aléa moral ex-post* sur l'emprunteur impliquent que le rendement espéré du crédit est une fonction concave du taux d'intérêt débiteur. Ces principes ont été exposés dans le modèle de rationnement indifférencié de Stiglitz & Weiss [1981]. Au taux pratiqué par la banque, il existe une demande non-satisfaite, provenant des emprunteurs dont le risque estimé *ex-ante* et/ou *ex-post* ne permet pas à la banque d'être rentable. Pour elle, la question est alors de savoir s'il existe des moyens de réduire les risques d'*aléa moral* et d'*anti-sélection* sans que la rentabilité moyenne du crédit baisse, de manière à rapprocher l'offre de crédit de la demande.

C'est à cet objectif de réduction des coûts d'agence que s'attache la théorie microéconomique des incitations et des contrats contingents. Il s'agit de rédiger des contrats de principal à agent, selon la terminologie de Coase, imposant à l'emprunteur des conditions ne l'incitant ni à mentir sur sa situation initiale, ni à modifier ses projets d'investissement en cours.

- La collatéralisation est une première réponse à ces risques pour le banquier. Mais elle n'est pas entièrement satisfaisante. Alors que la valeur des collatéraux est elle-même fluctuante, l'espérance de rendement du crédit est encore reliée par une courbe en cloche au degré d'exigence de collatéralisation des banques (Brossard [1999 – chap. 1.3])³². En effet, la solution au défaut peut être sous-optimale par rapport à l'optimum social censé être fourni par la loi de faillite, puisqu'on

³¹ Pour un point sur la théorie du rationnement du crédit et les différents types de rationnement, on peut se référer à Jaffee & Stiglitz [1990], à Feixas & Rochet [1997] ainsi qu'à Brossard [2001] pour une approche de ces modèles en lien avec une analyse macroéconomique de l'offre de crédit.

³² Il en est de même du recours aux crédits relais conditionnés à court terme.

ne minimise pas la ruée sur les actifs. Dit d'une autre manière, la valeur de la dette nantie peut être préservée grâce au collatéral, mais ce sera au prix d'un démembrement des actifs de l'emprunteur. Il peut en résulter un gâchis si la valeur de ces actifs dépend des compétences humaines qui leur sont attachées, si le *going concern* n'est pas pris en compte. Ce problème est abondamment traité dans le chapitre consacré aux lois de faillite, où il est expliqué que l'efficacité de la loi de faillite, dans les cas de créances fortement nanties, dépend beaucoup de la liquidité des marchés de cession des actifs. On se borne ici à relever que ***les modèles micro de réduction des asymétries informationnelles par la collatéralisation d'actifs raisonnent à niveau constant de liquidité des marchés sous-jacents***, ce qui est une hypothèse insoutenable, qu'il s'agisse d'actifs mobiliers ou immobiliers. Ce problème de liquidité est mieux abordé dans les modèles d'accélérateurs plus bas, où les effets de stocks sont pris en compte. On peut enfin relever deux effets permissifs. Le premier est qu'en faisant brutalement plonger la courbe de profit net des emprunteurs dans la partie exprimant des scénarios bas, la surcollatéralisation peut créer une incitation à prendre davantage de risque, une sur-réaction des emprunteurs quand les profits baissent en deçà d'un certain niveau. Le second est que si donc la collatéralisation peut ouvrir l'accès au crédit pour certains emprunteurs en réduisant les problèmes d'agence, non seulement elle ne les supprime pas, mais elle évince du marché du crédit les demandeurs n'ayant pas de collatéraux requis, ce qui est le cas de nombreuses PME innovantes. Il s'ensuit qu'une banque dont la capacité de prise de risque est contrainte par ses fonds propres, peut être incitée à privilégier le financement de projets médiocres mais bien collatéralisés plutôt que soutenir des projets plus rentables et donc générateurs de davantage de valeur ajoutée, mais non collatéralisés. Ceci revient à une allocation sous-optimale des facteurs. Ce risque est particulièrement fort quand la PPL des banques s'élève, que leur aversion au risque s'accroît, et dans les phases de crise structurelle où les profils de risque décrits dans les modèles bancaires doivent être estimés. On verra dans le chapitre consacré à la crise bancaire japonaise que ce problème devient prégnant à partir du milieu des années quatre-vingt-dix.

- Le banquier peut également élaborer une technologie de contrôle capable d'inciter l'agent à ne mentir ni sur la conduite, ni sur les résultats de son investissement. Il s'agit de définir des contrats qui spécifient le partage des revenus entre le prêteur et l'emprunteur ainsi que ***les probabilités de contrôle ex-post en fonction des états déclarés par l'emprunteur*** (Bernanke & Gertler [1989]). Le contrat doit donc être tel que le gain espéré de l'emprunteur est inférieur s'il ment, c'est-à-dire s'il annonce un résultat inférieur à celui effectivement réalisé. Ici encore la solution n'est pas évidente à mettre en place. Elle ***suppose une connaissance fine des facteurs d'évolution des risques***, qui implique des coûts de gestion lourds et des conditions

contractuelles difficiles à faire accepter³³. Celles-ci peuvent être la mise en cause explicite des dirigeants en cas de défaut et de non-respect des plans fixés, avec le cas échéant des sanctions assorties, la mise en garantie de leurs biens personnels, salaires et indemnités de départ, l'implication des actionnaires dans le cas d'un défaut au-delà de leur apport dans le capital de l'entreprise emprunteuse...³⁴ Dans ces derniers cas, on ne parle plus de contrat *contingent* –la rémunération d'une dette ne dépend pas du succès du projet, sa capacité à générer un revenu suffisant pour rembourser le prêt avec les intérêts– mais d'un **contrôle certain en cas de défaut** de l'emprunteur³⁵. C'est cette menace que brandit implicitement le *Système de Banque Principale*, qui construit la relation bancaire traditionnelle au Japon, grâce à son contrôle sur l'offre de financement, sa participation au capital de l'emprunteur et la coalition d'intérêt qu'il peut former avec des *insiders* autres que les actionnaires, comme les principaux clients et fournisseurs. Sur les marchés financiers, ce type de contrôle des actifs peut prendre des formes contractuelles complexes qui conduisent à construire des structures comptables et de gouvernance très transparentes, permettant aux créanciers et actionnaires minoritaires d'exercer un contrôle serré non pas des actionnaires, mais directement des dirigeants. Lors de la faillite, comme dans le cas du *Chapter 11* abordé plus loin, des relations contractuelles incitatives permettent de relier un dirigeant maintenu en place et des créanciers ne disposant pas d'une capacité de contrôle totale des actifs. Les actionnaires ne pouvant plus espérer influencer la procédure sont incités à accentuer leur coopération avec les créanciers *ex-ante*. A ces conditionnalités, on associe logiquement, outre les collatéraux –dont les exigences peuvent alors être réduites (Townsend [1979])–, des critères comme la **part de l'autofinancement** général de l'emprunteur (l'effet de levier) et spécifique à l'investissement (pour l'implication de l'actionnaire).

- Les banquiers peuvent réduire considérablement le coût de recherche et de mise en place du contrat optimal pour chaque emprunteur en utilisant les **avantages apportés par leur taille**³⁶. Celle-ci permet de générer, d'une part, des rendements d'échelle, d'autre part, des données historiques dont il est possible d'extraire des lois de probabilité de défaut par profil de risque. La notion de profil ou de classe de risque est floue parce qu'elle se rapporte, théoriquement, aux caractéristiques particulières d'un contrat optimal. Il faut l'entendre comme un ensemble

³³ Le contrat contingent type est le financement par action puisque le versement des dividendes déclarés est contingent aux profits réalisés et que les actionnaires déterminent la rémunération des managers et contrôlent les informations qu'ils fournissent.

³⁴ Ces moyens de pression pour réduire l'aléa moral sont explicitement prévus dans les dispositifs d'action précoce prévus par les réglementations prudentielles bancaires conformes aux Principes du Comité de Bâle.

³⁵ Ce type de contrat de dette optimal est notamment développé par Gale & Hellwig [1985]. On associe alors le coût du contrôle à un coût de faillite.

³⁶ La théorie des contrats justifie l'existence des banques par le contrôle délégué (Diamond [1984], Holström & Tirole [1997], et Freixas & Rochet [1997] sur leur avantage informationnel lié à leurs fonctions monétaires).

homogène d'emprunteurs du point de vue du niveau de risque de défaut, de la sensibilité de ce risque à l'environnement sectoriel et macroéconomique, et du point de vue des méthodes de monitoring *ex-ante* et *ex-post* valables pour réduire ce risque. L'intérêt de ces profils de risque est qu'il devient possible d'élaborer des ***routines bancaires par classe d'emprunteur***, ces routines incluant les grilles d'analyse et de facturation du risque et les méthodes de *monitoring* appropriées, sortes de chartes de relation de crédit, de grilles de conditionnalités³⁷. Puisqu'un profil de risque ne se résume pas à un niveau mais davantage à une gestion du risque, ces profils ne se distinguent pas seulement par le taux d'intérêt pratiqué, mais par tous les éléments *hors-prix*. Leur élaboration décrit l'organisation du rationnement choisie par les banques et son degré d'affinement.

2.3.2. Les canaux étroit du crédit et large du bilan : apport et usage des modèles d'accélérateur et de *flight too quality*

- Au niveau agrégé, la première conséquence des asymétries informationnelles dans la relation de crédit est que le marché du crédit est caractérisé par un équilibre de rationnement. Le rationnement se caractérise par le refus d'octroi de crédit d'une banque à un demandeur parce qu'il est impossible de trouver des solutions de compromis, via les taux d'intérêt et les facteurs hors-prix, pour maîtriser les risques associés à l'asymétrie d'information sans entamer la solvabilité bancaire (Baltensperger [1976])³⁸. Il s'ensuit que les mouvements de taux directeurs de la politique monétaire se répercutent de manière complexe sur l'offre bancaire.
- Toutes choses égales par ailleurs, les banques réagiront à un relèvement des taux monétaires, moins par une hausse du coût du crédit, risquant d'accentuer les risques moraux et de sélection adverse des emprunteurs, que par une forte baisse des quantités de crédit offertes. Les relations entre les conditions monétaires, le coût du crédit et les quantités distribuées sont instables. Plus les taux réels sont bas, plus les risques associés aux asymétries informationnelles sont écartés. Dans ces conditions, le degré de rationnement bancaire peut être appréhendé par les différences de comportement entre les taux bancaires offerts et les rendements monétaires exigés sur les marchés. En effet, si ces derniers ne répondent pas mieux aux problèmes d'asymétrie informationnelle, ils les contournent grâce à leur liquidité, en offrant aux investisseurs la possibilité de se dégager de la relation de financement rapidement. On retrouve ici une dimension de la liquidité évoquée plus haut, comme facteur de renforcement de l'opacité des marchés, dans

³⁷ Nishiguchi, Kawai & Sasaki [1998] pour une présentation de l'architecture d'un modèle type de génération des grilles de risque de crédit.

³⁸ Cette définition s'oppose à celle donnée par Freixas & Rochet [1997 – pp.138-9] Ils reprennent la définition de Baltensperger [1976] suivant laquelle une situation de rationnement se caractérise par le refus d'octroi de crédit à des demandeurs acceptant pourtant de satisfaire aux conditions de prix et hors-prix définies par les banques. Cette définition classique implique que l'exclusion d'emprunteurs du marché du crédit par insuffisance de collatéraux ne s'apparente pas à un rationnement. Le rationnement se résume au '*capital crunch*'. Elle implique que tous les moyens (prix et hors-prix) de réduire les asymétries d'information sont connus et pris en compte.

la mesure où elle conduit les agents à s'intéresser moins aux fondamentaux –les risques moraux et de sélection adverse– qu'aux conditions de cession des risques sur le marché secondaire, c'est-à-dire à l'opinion des autres agents.

Cette particularité du marché du crédit est évoquée dans la littérature sur *le canal du crédit*. Il se différencie du *canal monétaire*, qui classiquement relie l'offre de financement à la politique monétaire dans une relation stable, parce qu'il prend en compte l'appréhension du risque de crédit dans la relation financière, le taux d'intérêt réel anticipé. Ce canal dit que les impulsions de la politique monétaire ne se répercutent qu'indirectement sur l'offre de financements, en se répercutant d'abord sur les anticipations des agents. Bien sûr, ce canal du crédit ne concerne pas seulement l'offre bancaire mais toute relation de dette et n'implique pas l'équilibre de rationnement (Bernanke & Blinder [1988]). Il suffit de poser l'hypothèse d'asymétrie informationnelle, autrement dit, au niveau agrégé, d'incertitude. Ainsi, quand Taylor [1995] propose sa règle de politique monétaire, il reprend la conclusion principale du canal du crédit au sens large –du moins sur le moyen terme–, en se focalisant sur la relation indirecte entre les taux monétaires et les prix des actifs financiers (taux longs et taux de change), sans s'intéresser aux quantités de financement offertes. L'équilibre de rationnement affine l'analyse en ajoutant la relation non-linéaire entre les mouvements des primes de risque exigées par les prêteurs et les quantités qu'ils sont prêts à distribuer³⁹. L'existence d'un canal du crédit spécifiquement bancaire repose alors sur la substituabilité imparfaite entre l'offre bancaire et celle des modes de financement alternatifs, de sorte que la clientèle qui n'a pas accès à ces derniers est soumise au rationnement et que les impulsions de la politique monétaire se traduisent par une modification de la composition des portefeuilles bancaires entre les crédits et les titres, à l'avantage de ces derniers quand l'orientation est restrictive (Bernanke & Blinder [1992], Nakamura [1988]). Un tel résultat est parfaitement contraire à l'hypothèse d'un canal unique de la monnaie qui suppose une baisse uniforme de toutes les formes de financement. Par ailleurs, Kashyap & Stein [1994] ainsi que Bernanke & Gertler [1995] montrent que les comportements de certaines variables représentatives d'écart de taux et de termes de contrats de prêt durant les périodes de politique monétaire restrictive sont compatibles avec l'existence d'un canal du crédit. Ces différents travaux permettent de contester à la fois l'exclusivité du canal de la monnaie et l'efficacité d'un *canal du crédit au sens strict* –ou *bank lending channel*–. La spécificité du crédit trouve son origine dans les asymétries informationnelles qui entachent le financement externe, et dans l'illiquidité de cette

³⁹ Pour une revue de la littérature sur le canal du crédit, voir par exemple Guille [1996], Bernanke & Gertler [1995] et l'article de Meltzer qui le suit pour une critique monétariste, et qui permet en fait de mettre en évidence les fondements keynésiens du canal du crédit.

dette, qui dans l'alternative pourrait constituer un facteur de myopie à ce problème informationnel. Dans cette optique, l'influence de la banque centrale sur les positions financières des emprunteurs doit être appréhendée d'une manière plus large, à travers son influence sur la taille des bilans, c'est le *canal large du crédit* ou *canal du bilan –balance-sheet channel–*.

- On arrive donc à la seconde conséquence des asymétries informationnelles au niveau agrégé, relative aux effets déstabilisateurs sur le bouclage macroéconomique, de l'introduction de la richesse nette des emprunteurs comme critère de décision dans l'octroi de prêts. Ce canal du bilan a donné lieu à une littérature très abondante sur ce qu'on a appelé ***les modèles d'accélérateurs financiers***. Ces modèles cherchent à montrer comment la dynamique du crédit peut s'accélérer de manière exponentielle à travers des effets de richesse purs. L'effet de liquidité sur la valorisation des actifs peut être introduit par une relation exponentielle stochastique entre les mouvements de la politique monétaire, du crédit et les prix d'actifs, mais dans la mesure où cette littérature est largement dominée par le courant de la Synthèse qui, en vertu de la *perfectibilité des imperfections* maintient la référence au long terme, la dynamique de la liquidité n'est pas du tout évoquée. Pour faire ressortir ces effets de richesse purs, il faut donc toujours supposer la substituabilité imparfaite entre les crédits et les financements de marché.

Le canal large du bilan redécouvre les effets de richesse décrits par Fisher [1933], mais en posant le problème des anticipations imparfaites à court terme sous l'angle des asymétries informationnelles dans la relation financière⁴⁰. Ceci permet aux néo-keynésiens, à la fois de conserver la référence sur le long terme à la théorie orthodoxe de la valeur, à travers le discours en terme d'imperfections perfectibles, et d'aller un peu plus loin dans l'étude des canaux d'influence de la politique monétaire en s'intéressant aux propriétés de stabilité des structures financières. En cela, cette littérature est dans la continuité de la problématique minskyenne en terme de fragilités financières. Elle offre une gamme d'outils d'analyse théorique et d'évaluation empirique qui peuvent être considérés comme des extensions de la doctrine keynésienne de la liquidité, ***des études de cas appliquées en équilibre partiel.***

Suivant les modèles, les impulsions de la politique monétaire influencent la richesse nette par plusieurs canaux. Indirectement, puisque que comme le capital fixe et les coûts financiers ne s'ajustent pas directement, une variation des taux modifie la demande globale, le revenu et produit un *financing gap*. Ce dernier modifie alors les résultats courants et donc la richesse nette. Ici, ce sont les fragilités financières typiques de Minsky qui sont décrites, puisque le problème

⁴⁰ Voir notamment la revue de littérature de Gertler [1988] qui met les développements théoriques sur ce sujet en rapport avec Fisher [1933], le concept de la PPL de Keynes et discute leurs conséquences macroéconomiques.

d'ajustement des stocks revient à dissocier les questions de valorisation des actifs et des dettes. Ce canal est souvent abordé sous l'angle néoclassique dans la mesure où, dans un cadre d'équilibre général, les mouvements de taux affectent d'abord le niveau général de l'activité, dont la consommation, et ensuite seulement les structures financières. Le mécanisme de propagation est donc davantage le cash-flow de l'entreprise plutôt que la fragilité financière exprimée à travers la richesse nette. On reste cependant dans une approche en terme d'accélérateur financier : la baisse des cash-flows réduit la capacité de financer les inputs et la production, et réduit encore les cash-flows en $t+1$. Dans cette optique, Grenwald & Stiglitz [1993] établissent une connexion avec le marché du travail. L'évaluation du stock de capital est dissociée de celle des dettes, de sorte que si le stock de capital peut s'ajuster rapidement, ce n'est pas le cas de la dette, dans la mesure où la baisse rapide des prix des biens capitaux empêche le remboursement anticipé dans de bonnes conditions. L'ajustement se fait alors par une réduction de l'emploi du facteur travail au-delà de ce que nécessiterait l'ajustement immédiat à l'équilibre de long terme. La baisse de l'emploi génère du chômage involontaire et exerce un effet multiplicateur pro-cyclique sur la dépense. Pour reprendre la terminologie de Minsky, les cycles sont amplifiés parce que les fluctuations de l'activité sur les structures *Ponzi* font glisser les structures financières des agents plus stables que sont les salariés, vers des structures plus instables. Mais dans cette approche, les modèles ne traitent pas de la dynamique du marché du travail (ils supposent un marché du travail parfaitement connecté aux prix d'actifs) ni ne traitent le progrès technique, pourtant directement associé à la dynamique salariale dans une perspective keynésienne. En outre, dans les phases d'expansion, la dynamique de l'investissement et du marché du travail est en fait expliquée par la capacité d'autofinancement croissante, qui parallèlement nourrit la demande de financement externe, non par accroissement de l'endettement (Hubbard [1998]). ***C'est le problème d'une approche des fragilités sous l'angle de la structure des revenus seuls, et qui est résolu dans la troisième partie du chapitre, par la théorie des conventions d'anticipation.***

Plus intéressants sont les deux canaux directs de la politique monétaire, puisqu'ils expriment typiquement les fragilités financières sous l'angle de la structure du financement. La politique monétaire dans ces modèles peut intervenir directement sur le revenu net courant, en premier lieu si la dette est à taux variable ou à court terme ou, plus généralement si la position financière de l'emprunteur dépend d'un refinancement régulier de la dette en dehors de tout problème de choc. Cet aspect fonde la lignée des modèles d'accélérateurs de Bernanke, Gertler et de Gilchrist, après Bernanke & Gertler [1989]. Bernanke, Gertler & Gilchrist [1996]. Ils discutent explicitement ce canal : une hausse des taux implique une hausse de la prime de financement externe donc une baisse des cash-flows disponibles et de la capacité de financement externe. Il s'ensuit une baisse

de la production et du revenu qui renvoie à l'effet indirect discuté ci-dessus, propageant le choc initial aux périodes ultérieures. Tous ces modèles d'inspiration de la *Synthèse* recourent à des modèles d'équilibre général dans lesquels la prime de financement externe permet de faire apparaître une substitution imparfaite entre actifs et donc, le comportement de rationnement des intermédiaires financiers face à des entreprises –et ménages– optimisateurs. Bernanke, Gertler & Gilchrist [1999] restent dans cette lignée mais innove en introduisant des rigidités nominales. Comme la demande de biens capitaux dépend de la richesse nette, laquelle varie avec sa rentabilité, celle-ci peut être affectée à court terme par les rigidités nominales sur le niveau du stock de capital. L'intérêt de ces modèles les plus récents rejoint celui qu'avait Wicksell pour les modèles autrichiens, à savoir qu'en différenciant producteurs de biens capitaux et finaux, on fait apparaître explicitement les effets cumulatifs des problèmes de financement de l'accumulation pour la production des deux types de biens. Corrélée ici à l'existence d'une prime de financement qui touche différemment les acteurs –anticipations imparfaites chez Wicksell–, on raisonne bel et bien dans le cadre d'un modèle d'échanges hors l'équilibre entre agents hétérogènes. Le second canal d'influence directe de la politique monétaire est celui des collatéraux de crédit, utilisés pour réduire les asymétries informationnelles, mais dont la valeur est corrélée négativement aux taux. C'est l'effet mis en valeur dans les modèles de Gale [1989], Calomiris & Hubbard [1990] et plus récemment, Carlstrom & Fuerst [1997] ou Kyotaki & Moore [1997], qui ont inspiré la littérature empirique sur l'influence des prix du foncier dans la formation du cycle financier japonais contemporain⁴¹. Comme la terre est utilisée comme collatéral du crédit, son prix futur actualisé détermine le niveau de l'investissement. Dans cette boucle crédit-prix d'actifs, la partie dynamique du multiplicateur (effets cumulatifs) peut devenir beaucoup plus importante que les effets statiques. Dans ces modèles les emprunteurs sont les entreprises, de sorte que le crédit est connecté directement à la dynamique de l'investissement productif. Récemment, Aoki, Prodman & Vlieghe [2004] se sont inspirés du modèle de Bernanke, Blinder & Gilchrist [1999] pour décrire les décisions d'investissement des ménages britanniques sur le marché hypothécaire local, ce qui, compte tenu de la spécificité de ce type d'investissement et de ce type de crédit, revient à associer les deux effets directs de la politique monétaire.

• ***Les modèles d'accélérateur ne tirent pas les conclusions qu'impose la coexistence théorique de ces différents effets.*** La liquidité –ici sous la forme de l'offre simple du crédit– est abordée sous l'angle très keynésien du financement des positions et influence la capacité d'évaluation des actifs. Il est intéressant de constater que la seule introduction d'une *friction* sur le

⁴¹ Voir notamment Fukunawa [2002].

marché du crédit dans un modèle d'équilibre général calculable, sous la forme d'une prime de financement externe, permet d'initier des dynamiques instables et que le niveau de la prime de financement externe peut paralyser toute stabilisation par la politique monétaire. Dans cette optique, elle s'apparente au taux d'intérêt réel de Keynes, comme niveau de la PPL de l'économie. En fait, ces modèles d'équilibre général qui posent le problème du financement des positions avec une prime de financement externe revient au problème posé par Keynes comme fondement de sa théorie monétaire : l'incertitude implique l'échange hors l'équilibre, qui implique à son tour la constitution monétaire du régime d'accumulation, et la confrontation du système bancaire et financier à l'hétérogénéité des agents. Or tous ces modèles sont à l'équilibre et supposent des marchés financiers efficaces.

Ils décrivent en réalité des mécanismes simplifiés de fragilisation en équilibre partiel. C'est leur force et leur seul objet. L'approche par les anticipations rationnelles des comportements d'investissement et de consommation n'a plus lieu d'être conservée dans ces modèles. De même, ils doivent être enrichis au niveau des marchés financiers, des modèles spéculaires (cf. Encadré 3) et au niveau du marché du crédit, l'hétérogénéité des emprunteurs doit davantage être prise en compte. C'est l'objet de la partie suivante. Ils doivent donc davantage être considérés comme un enrichissement de la doctrine de la liquidité en équilibre partiel, adossé à la théorie monétaire de Keynes, que comme une théorie alternative censée apporter une réponse aux imperfections des marchés du financement.

- Cette approche à partir des asymétries informationnelles ouvre en effet la théorie orthodoxe à une analyse plus fine du marché du financement. ***L'hypothèse d'efficience des marchés financiers serait alors circonscrite qu'aux emprunteurs... sans risque***, ou plus généralement à faible coût de *monitoring* : emprunteurs publics et très grandes entreprises. Et encore, leur développement dépendant du niveau de l'activité, et celle-ci de l'investissement global et donc de la situation de l'ensemble du marché du financement, leur influence, pour être passive, n'en est pas moins neutre. A l'opposé, l'influence déstabilisante est expliquée par les emprunteurs n'ayant pas un accès aisé aux sources de financement, lequel dépendrait alors de leur richesse nette et donc, réagiraient fortement aux mouvements de la politique monétaire. C'est l'*Excess Sensitivity Hypothesis –ESH–* de Gertler & Gilchrist [1993] notamment, qui explique que la problématique du financement des PME doit être dissociée de celle des autres entreprises, précisément parce que celles-ci sont peu pourvues en fonds propres, l'activité de *monitoring* y est difficilement rentable et par conséquent, leur accès au crédit est très sensible à la conjoncture, à plus court terme que ces entrepreneurs le désirent, et très dépendant d'apports de garanties.

- Le modèle de Bernanke & Gertler [1990] présente une approche formalisée de ce conflit d'agence : même si les projets disposent en moyenne de valeurs fondamentales correctes –mais connues uniquement du côté de l'emprunteur–, le nombre d'investissements réalisés et le

rendement moyen des projets réalisés sont faibles. Il se peut même qu'un effondrement total de l'investissement se produise si les capitaux propres à la disposition des emprunteurs tombent sous un seuil minimal. Suite à un choc exogène sur la valeur des capitaux propres, les coûts d'agence suivent une trajectoire divergente inverse aux performances de l'activité –ici mesurée par l'investissement–, compte tenu de l'impact de l'offre de crédit sur l'investissement et les perspectives de profit futures. Dans un modèle antérieur, Calomiris & Hubbard [1989] s'étaient déjà intéressés au rôle des capitaux propres dans le mécanisme de propagation financière, en décomposant la contrainte financière en effet quantité et effet taux. Ils supposent que ce sont les emprunteurs pour lesquels les asymétries informationnelles sont réduites –lieu d'information parfaite– qui subiront des effets taux alors que les autres –lieu d'information imparfaite– subiront un rationnement des quantités. A côté des pratiques de collatéralisation auxquelles les PME recourent pour réduire les asymétries informationnelles, Gertler [1992] fait l'hypothèse que les banques peuvent entretenir des relations à long terme capables de se substituer au moins partiellement à ce problème. L'octroi de crédit ne dépend donc plus seulement de la taille des fonds propres de l'emprunteur mais aussi de la valeur présente actualisée de l'investissement, qui joue un rôle de garantie. Les banques ont alors la possibilité de rééchelonner les dettes impayées. Les chocs technologiques sont fortement valorisés par ce modèle bancaire et inversement, les anticipations de récession sont fortement cumulatives.

- Pour notre objet, l'intérêt de ces approches réside dans ce qu'on parvient à montrer que ***les PME et les projets à fort levier d'endettement en général, posent un problème particulier de financement*** et de sensibilité de l'offre aux prix d'actifs et à la richesse nette, l'argument de fond étant l'asymétrie informationnelle élevée, et conduisent à accroître l'instabilité de l'économie. La faiblesse de ces approches est de rechercher un effet richesse pur, mais sans mettre en évidence les interactions entre la liquidité financière, le crédit et la valorisation des actifs, qui sont les problèmes dominants et ceux qui nous intéressent ici. Pour cette raison, ils ne sont pas exploités dans la suite de l'ouvrage. Dans ces modèles, que les actifs collatéraux soient de la pierre ou des actions, ne change rien au mode de formation des prix sur ces marchés. Egalement, quand l'influence d'un modèle de relation à l'engagement est testée, on ne s'intéresse nullement à l'environnement concurrentiel dans lequel il s'insère et qui pourtant, détermine sa viabilité –le chapitre sur la crise bancaire nipponne l'illustrera–, même s'il a permis, à travers la problématique du risque moral, de faire ressurgir dans l'exposé le lien avec la règle de paiement. On ne s'intéresse pas réellement aux interactions stratégiques entre agents. La conséquence est que dans ces modèles, par exemple, les grands emprunteurs et investisseurs *hedge* (cf. Encadré 2) n'ont aucun problème d'accès au financement externe et n'ont aucune influence déstabilisatrice,

puisqu'il est possible de réduire complètement les problèmes d'asymétrie informationnelle. Autrement dit, ***ces modèles montrent l'influence déstabilisante des pratiques de collatéralisation et des structures Ponzi, mais la sous-estime pour eux et en général.***

Conclusion : le passage du cycle des stocks au cycle financier

- On a défini les prix de l'offre et de la demande de capitaux en fonction de quatre éléments :

$$P_I = P_I(r, Q, T) \quad \text{et} \quad P_K = P_K(i, Q, T)$$

$\begin{matrix} - \\ + \end{matrix}$
 $\begin{matrix} + \\ - \end{matrix}$
 $\begin{matrix} + \\ - \end{matrix}$
 $\begin{matrix} - \\ + \end{matrix}$

En courte période, l'élément le plus important est la hausse du prix de l'offre. Elle peut écraser la rentabilité des secteurs producteurs de biens finaux, si la demande n'est pas assez forte, exerçant un effet inverse sur les prix d'actifs. Dans une telle configuration, les profits ne sont pas réinvestis et l'effet multiplicateur est faible. On ne sort pas du cycle de court terme. Sans nouvel investissement, le temps n'influence pas encore la dynamique via les prix d'actifs. C'est l'état de confiance qui fait basculer l'économie dans la divergence. Il implique une baisse des coûts de financement et une meilleure valorisation du capital en train d'être accumulé. Une innovation fondamentale, une baisse des taux directeurs de la banque centrale, un événement de nature à réduire l'incertitude ressentie, peuvent être à la source de ce changement. L'écart (r-i) devient positif, le rapport P_K/P_I s'accroît et amorce la fluctuation. 'T' s'allonge parce que l'abondance du nouveau capital constitué implique un allongement de la période moyenne de vie de l'investissement et parce que l'état de confiance permet un allongement de l'horizon d'anticipation. L'ensemble produit une sensibilité croissante de l'investissement à l'écart entre 'r' et 'i' et par conséquent, une évolution explosive de P_K/P_I . Il y a fragilisation concomitante parce que plus le capital installé est important, plus il est difficile d'anticiper le rendement de l'investissement nouveau sur le long terme. Le niveau de 'r' devient très sensible. L'incertitude s'accroissant, il devrait baisser et i se relever. La dynamique ne peut se maintenir que parce que le niveau des prix d'actifs intervient lui-même dans l'évaluation de 'r' et de 'i', par exemple, respectivement, par l'accroissement du poids de la spéculation pure dans l'activité, et par un effet de richesse, comme l'usage de collatéraux dans les pratiques de crédit. ***La fragilisation financière vient de ce que la hausse des prix d'actifs achète du temps.***

- Dans un brillant exposé du modèle de Minsky, Kruegel [1992] montre comment Keynes a progressivement précisé sa théorie générale, en reliant le modèle à double prix du *Treatise* –une problématique autrichienne du prix des biens courants et du capital augmentée du concept de *state of bearishness*– à celui de la TG –reformulation du *state of bearishness* en PPL et élaboration du

concept d'efficacité marginale du capital keynésienne reliée à la demande effective–, permettant alors de faire émerger la distinction nouvelle entre croissance effective et croissance potentielle sans référentiel de long terme. La nouveauté par rapport aux approches hétérodoxes antérieures est que l'on est en présence d'un modèle à deux fois deux prix, où la formation d'un équilibre est impossible, précisément ce qui fait de la HIF une théorie complète des fluctuations : « *The first level, presented in the Treatise, distinguishes between the prices of current output and capital goods output ; the second level, added in the General Theory, distinguishes the prices of new and existing capital assets from the prices of new and existing financial liabilities. The first is sufficient to express the financial instability hypothesis [c'est le modèle de Wicksell], while the second is necessary to analyse fully how a change in asset prices will affect confidence in bank liabilities and how it may or not lead to financial panic [c'est la PPL]* ». Cette double architecture exprime la *Doctrine de la liquidité* parce qu'elle explique la croissance par la fragilisation et une sensibilité croissante de cette dynamique qui rend possible le retournement endogène.

Dans la partie suivante, on met de côté l'approche autrichienne des fluctuations centrée sur les problèmes réels d'allocation à l'actif. On a montré dans cette seconde partie du chapitre, qu'elle a permis à Keynes d'insérer sa théorie monétaire dans une problématique d'accumulation. On généralise à présent la problématique des asymétries informationnelles dans la relation de crédit à celle de la coordination des anticipations individuelles.

3. Une histoire financière des fluctuations... ou l'apport des conventions d'anticipation dans la compréhension des dynamiques de la liquidité

- Le modèle de double formation des prix a permis de montrer comment des dynamiques cumulatives peuvent se former. ***Dans un premier temps***, la fragilité des économies a été traitée par les variables de confiance. Sa perception, alors exprimée comme la sensibilité aux chocs dans un environnement incertain, était subjective et corrélée négativement avec l'état de confiance en l'économie. Cette subjectivité prenait pour appui celle du système financier, qui n'était plus traité comme un intermédiaire neutre, répondant à la demande d'endettement –comme dans Wicksell– mais comme un acteur devant lui-même gérer ses fragilités et donc sensible à l'environnement : l'offre de financement pro-cyclique expliquait les fluctuations de la norme d'endettement, de la PPL, et la nature exponentielle des cycles financiers. Ainsi, C_L , et C_i , étaient deux facteurs d'actualisation utilisés par les demandeurs d'actifs capitaux, évaluant l'impact de l'incertitude sur la solvabilité du projet d'investissement –pour le second–, et sur la structure financière dans le temps –pour le premier–. En écrivant $C_i = \mu.C_L$ et la valeur actualisée du crédit P_L telle que $P_L = C_L(CC)$, on expliquait pourquoi les questions de rentabilité d'un projet, i.e. de solvabilité et de liquidité étaient indissolublement liées, et que la croissance impliquait la fragilisation des

structures financières. Compte tenu de la théorie monétaire utilisée, les échecs de marché comme sources de dynamique divergente trouvaient en cela au moins une explication : l'interaction auto-renforçante entre liquidité et solvabilité. *Dans un second temps*, on a affiné le comportement des intermédiaires financiers, en appréhendant l'hypothèse de fragilisation financière sous l'angle des stratégies micro-bancaires de réduction des asymétries informationnelles. Loin de répondre aux imperfections, ces stratégies, généralisées, tendaient à amplifier l'instabilité conjoncturelle.

- Ces façons de présenter la fragilisation financière doivent à présent être complétées pour expliquer ce que les autres théories ne parvenaient pas vraiment à expliquer : le retournement endogène. Comme l'a conclu l'étude critique des modèles d'accélérateurs, ci-dessus, il faut aller plus loin dans la compréhension des comportements paradoxaux en incertitude. Il faut sortir du raisonnement fondé sur l'échange à l'équilibre, pour étudier la manière dont les agents, hétérogènes sur le plan des contraintes financières, interagissent. C'est l'objet de l'approche des conventions d'anticipation (3.1). L'incertitude étant irréductible, l'aveuglement des agents l'est aussi. Mais la manière dont ils gèrent cet aveuglement –et même dont ils ont conscience de celui-ci– diffère selon les caractéristiques institutionnelles de l'économie, en particulier, le régime financier. Celles-là déterminent en retour le degré d'instabilité de celle-ci. Les notions mises en évidence permettront alors d'expliquer le retournement conjoncturel (3.2.) qui est, comme on l'a vu dans la première partie du chapitre, le point faible de toutes les théories pré-keynésiennes des fluctuations. Il s'agira notamment d'étudier l'envers de la dynamique mimétique des marchés, à savoir le mode de financement du boom, en particulier la sensibilité des banques à ces chocs financiers. Enfin, l'approche des conventions d'anticipation dit en substance qu'observer le voisin est la première réponse à l'incertitude mais que paradoxalement, c'est aussi le meilleur moyen d'accroître l'instabilité et donc l'aveuglement des acteurs. Pour accepter cette théorie, il faudrait donc supposer l'irrationalité ! On discutera ce paradoxe dans une dernière partie conclusive (3.3.). Ce sera également l'occasion de revenir sur une critique de cette approche des fluctuations, suivant laquelle elle serait incapable de justifier positivement l'institution de la faillite, la maîtrise des fluctuations ne passant que par celle de la liquidité.

3.1. La convention financière au cœur du cycle : structures financières hétérogènes & mimétisme

- Une structure dite hétéro-référentielle décrit une situation dans laquelle il existe une référence extérieure aux acteurs du marché, connue et à partir de laquelle ces derniers déterminent leurs actions sans que cette action affecte en retour la référence. Raisonner à partir de ce type de structure en économie, revient à supposer que les échanges se font à l'équilibre. L'incertitude dit que ce ne peut pas être le cas général, de sorte que l'économie est une construction auto-référentielle, c'est-à-dire dans laquelle les agents interagissent et modifient constamment par leurs actes la référence commune. On comprend dans ces conditions que l'économie est fondamentalement instable. Le degré d'instabilité dépend alors de l'intensité des interactions entre les agents individuels, laquelle dépend de la manière dont les institutions de l'économie et d'une manière générale toutes les constructions sociales, influencent le mode de formation des

anticipations des agents : dans quelles mesures elles facilitent ou non la convergence de vue entre eux, et les sensibilisent ou au contraire, les protègent contre les erreurs d'anticipation ?

La question du régime financier devient ici cruciale. Pour exprimer les structures financières désirées des agents, on parlera de structure hétéro-référentielle *ex-ante*. Ces souhaits individuels, en se confrontant, produisent un glissement de la référence commune, *ex-post*, et donc sont nécessairement contrariés (3.1.1.). Chaque agent individuel est ainsi contraint d'anticiper aussi la réaction des autres à ses propres souhaits. Le degré d'interaction dépendra alors crucialement du régime financier (3.1.2.). On parlera alors de structure auto-référentielle 'faible' pour désigner le régime de finance non libéralisée et de relation de crédit à l'engagement, et de structure auto-référentielle 'forte' en finance libéralisée, parce que les marchés financiers sont capables de développer des dynamiques largement autonomes. Ceci nous amènera à considérer le mode de formation des conventions d'anticipation sur les marchés financiers (3.1.3.).

3.1.1. Les logiques hétéro-référentielle *ex-ante*

- Prenons pour point de départ une structure dite hétéro-référentielle. Ici, la référence externe est la perspective à moyen terme décrite par le contexte macroéconomique et financier. Minsky propose comme point de départ de la réflexion une taxinomie des acteurs fondée sur la structure financière actif-passif, différenciant investisseurs *hedge* (couverts), spéculatif et *Ponzi*. En synthétisant l'horizon temporel du revenu et le mode de financement, elle offre une grille de lecture des fragilités d'une économie en permettant de détecter les acteurs les plus instables et l'origine de cette instabilité. L'Encadré 2 présente cette taxinomie désormais classique. Les comportements *ex-ante* associés expriment **la stratégie désirée de chacune de ces structures-type** mais pas le résultat obtenu. Leur réaction à un choc modifie en retour l'environnement de référence de manière non prévue, de sorte que les structures financières glissent sans que les agents puissent les contrôler.

- Dans l'esprit de Minsky, les revenus de l'activité de production (salaires, impôts, chiffre d'affaires) sont l'assiette des autres revenus, assimilés à la *hedge finance* parce qu'ils sont les plus stables et que leur niveau ne dépend pas directement des chocs financiers mais de l'activité. Les revenus tirés de la structure financière (intérêts, dividendes, rentes et remboursements de créances) correspondent au type de fragilité rencontré en finance spéculative. Les structures *Ponzi* sont celles qui pèsent le plus sur la dynamique de l'économie : comme leur solvabilité et leur position de liquidité sont radicalement modifiées par les changements dans les conditions de financement ou dans les anticipations de cash-flows, elles créent un lien immédiat entre leur liquidité et les prix d'actifs affichés sur les marchés, dont l'évolution n'est plus liée aux perspectives générales de l'économie mais à l'illiquidité d'un groupe d'acteurs.

Encadré 2 – Quelques éléments sur les structures financières *hedge, speculative & Ponzi*

• Si E est la valeur actualisée des cash-flows anticipés (Q) nets des charges financières anticipées (PC), ces charges financières PC, étant composées du remboursement du principal de la dette PC(a) et les charges d'intérêt PC(y), et les cash-flows étant composés de la consommation du capital Q(a) et des revenus nets du capital Q(y), et si M_D est la position de liquidité recherchée, pour des flux de trésorerie sortants en dépense courante X et en charges financières L, pour un facteur d'actualisation K, on peut écrire :

$$E = \sum_{i=1}^b K_i (Q_i - PC_i) \quad , \quad M_D = \sum_{i=1}^m (T_i (X_i) + L_i (PC_i))$$

$$Q = Q(y) + Q(a) \quad , \quad PC = PC(y) + PC(a)$$

On peut décrire trois structures-types, qui expriment une sensibilité particulière à la conjoncture et en aval, une réactivité-type, manière d'influencer en retour le contexte macro de référence.

(1) **L'investissement couvert 'hedge'**, défini par la structure espérée : $Q_i > PC_i \quad \forall i$

Les cash-flows dépassent les charges financières sur chaque période de la vie de l'investissement de sorte que leur position de liquidité recherchée est faible. A moins d'une chute des cash-flows effectifs, les revenus attendus de la production sont assez précoces et élevés pour assurer l'investisseur contre un recours éventuel à la finance externe. Une hausse des taux réduit la valeur actualisée de l'entreprise, mais ne remet pas en question sa solvabilité. Ces structures ne sont pas à l'origine d'une période d'instabilité financière. Mais elles peuvent produire un choc réel. Le niveau en fonds propres étant *a priori* assez élevé, la baisse de E implique celle du cours des actions, donc le gel des émissions de fonds propres, rendant impossibles de nouvelles émissions de dette. L'entrepreneur cherche également à s'assurer des taux d'intérêt fixes ou stables sur sa dette, ce à quoi une banque rechigne en période de crise ou de remontée des taux. A ce niveau, la hausse des taux d'intérêt ne remet pas en cause la solvabilité des investissements, mais gèle ceux à venir, ce qui revient à un impact indirect sur la demande effective.

(2) **L'investissement spéculatif**, défini par : $\sum_{i=1}^n Q(y)_i > \sum_{i=1}^m PC(y)_i \quad m < n$.

Il regroupe la plupart des banques, IFNM, entreprises, fonctionnant grâce au crédit. Sur une partie de la durée de vie de l'investissement, les revenus courants doivent permettre de payer les intérêts de la dette, mais la rentabilité de l'investissement et sa solvabilité immédiate sont sensibles aux variations du taux d'intérêt. La position de liquidité recherchée dépend beaucoup du niveau et du comportement des charges financières. Mais ces unités détiennent beaucoup de liquidités, qu'elles refinancent régulièrement. Leurs charges reflètent ainsi les fluctuations de la conjoncture. Leur position de liquidité recherchée pour le paiement des intérêts est corrélée négativement aux taux du marché puisque le coût d'opportunité de la détention de liquidité augmente avec eux : quand ceux-ci montent, pour rembourser davantage on serre la trésorerie. La liquidité diminue mais la dette aussi. Par contre, une fois qu'elles anticipent la dégradation durable de leur situation financière, ces unités recherchent activement des liquidités. Leur influence dans la propagation de la crise, avant de passer par une baisse des perspectives d'investissement (canal d'influence des *hedge*), passe par une forte demande de crédit, susceptible d'évincer les emprunteurs les plus risqués.

(3) **L'investissement 'Ponzi'** : $Q_i < PC_i$ pour $i = 1 \dots (n-1)$ et $Q_n \gg PC_n$

$$Q(y)_i < PC(y)_i \quad \text{pour } i = 1 \dots (n-1) \quad \text{et} \quad Q(y)_n \gg PC(y)_n$$

Dans cette structure, où la dette croît jusque (n-1), la valeur de l'investissement est ultra-sensible aux variations de taux d'intérêt –en particulier des taux à court terme– et à celles des anticipations sur l'activité. Les revenus Q n'apparaissant qu'au terme du projet, sa valeur est corrélée très négativement aux taux longs. La position de liquidité recherchée est supposée élevée, mais ces investisseurs pratiquent souvent une gestion de trésorerie tendue, pour limiter le niveau déjà élevé des coûts d'emprunt. En minimisant leurs avoirs liquides, ils dépendent alors excessivement des conditions courantes de l'offre de crédit de trésorerie des banques. La solvabilité de ces investisseurs est donc la plus sensible aux retournements et leur comportement le plus déstabilisant, puisqu'en pareil cas, ces structures, les premières exclues du marché du financement, en viennent à déclencher, soit une concurrence destructrice, soit des cessions forcées d'actifs longs. Dans les deux cas, ces agents détériorent le contenu informationnel des prix de marché et ce faisant, raccourcissent immédiatement l'horizon d'anticipation des autres structures-type.

Il s'ensuit, d'une part, que plus ces structures sont nombreuses dans l'économie, plus celle-ci est fragile et réagira violemment aux chocs de tout type. D'autre part, en guidant la dynamique des prix d'actifs, elles pèsent plus que leur poids économique le prédit sur la formation de la contrainte financière et de la demande effective au niveau macroéconomique.

- Même si l'aléa moral propage systématiquement ce type de structures, leur existence peut être justifiée dans une concurrence et une conjoncture normales. Ces structures *Ponzi*, sont le schéma financier le plus commun dans les secteurs tels que le BTP, l'immobilier, le transport ferroviaire, maritime ou aérien, certaines industries lourdes émergentes, ainsi que les secteurs d'innovation technologique en général, caractérisés par des coûts de recherche élevés et une incertitude sur le développement des nouveaux débouchés. C'est la raison pour laquelle les vagues d'innovations technologiques correspondent aussi, toujours à des moments de fragilisation financière, indépendamment de la conjoncture. Le déploiement des structures *Ponzi* dans les activités se rapportant à la production et au négoce des actifs financiers et patrimoniaux tels que l'immobilier est particulièrement déstabilisant. En influençant à la fois la valeur patrimoniale de tous les détenteurs de ces actifs et la liquidité des institutions financières –voire la valeur nette de celles-ci si elles détiennent des actifs en direct–, des poussées spéculatives sur ces actifs entretenues par des structures instables délient la contrainte financière d'acteurs qui ne participent ni de près ni de loin à ce type d'activité.

Il faut comprendre que les structures financières désirées se déforment au cours du temps sans que la prise de risque désirée par les acteurs change. Ces derniers n'ont qu'une maîtrise partielle de l'impact des 'surprises' de la conjoncture sur leur structure financière, soit parce que la conjoncture ne leur permet précisément pas de les adapter comme ils le voudraient, par exemple lors de *capital-crunch* des banques ou d'une crise de liquidité des marchés financiers, soit parce qu'ils n'ont tout simplement pas perçu d'avoir accru leur prise de risque. C'est notamment le cas quand la liquidité financière se développe rapidement et que l'écrasement des primes de notation incite à changer de structure financière parce que l'on devient 'certain' que les cash-flows seront durablement élevés ou que l'inflation a durablement disparu. Un glissement de toutes les structures financières se superpose donc au schéma cumulatif décrit par le modèle de double évaluation, s'exprime à travers les évolutions de C_L , μ et de l'offre de financement. En phase de croissance, on peut être tenté d'expliquer que cette évolution des financements, en intensifiant la concurrence, contraint les acteurs les plus conservateurs à accroître leur prise de risque, tout simplement pour ne pas être évincés de leur marché avant l'éclatement de la bulle. Le glissement des structures peut alors être intentionnel. Cette interprétation est possible. Cependant, la pression concurrentielle est aussi le principal mode d'expression de la norme d'endettement sur le

marché, parce qu'en amont, l'offre bancaire dit quelle est la règle de paiement de l'économie. Même les plus conservateurs sont influencés par cette norme dans leur appréhension des risques, de sorte que la pression concurrentielle s'apparente à un mécanisme de validation implicite de la norme d'endettement et doit être vue comme un facteur d'aveuglement. Des situations d'endettement peuvent apparaître aberrantes aux yeux de certains acteurs quand ils observent le marché, qui peuvent les éclairer sur le glissement de leur propre norme d'endettement et les inciter à adopter un comportement plus conservateur. Mais comme on le voit plus bas, cela concerne surtout les moins exposés et à un stade avancé du boom.

- On parle de *glissement subi des structures financières* surtout dans les phases de crise, et c'est ce qui fait la différence fondamentale avec la phase expansionniste. Tandis que les fragilités accumulées pendant cette phase accroissent la sensibilité au moindre changement et, comme on le voit plus bas, favorisent le retournement endogène dans la crise, les fragilités se développent au sens où les agents deviennent malgré eux *Ponzi* alors que leur PPL s'élève. La proportion des agents qui peuvent se comporter comme des 'entrepreneurs' au sens de Keynes se réduit, de sorte que les fondamentaux perdent de l'importance et accélèrent la chute des prix d'actifs. Il faut alors un choc contra-cyclique plus fort à mesure que la crise se prolonge. Quand l'endettement alimente seulement l'effort d'investissement productif –structure *hedge*–, il n'y a pas de raison de craindre de brusque retournement si aucune politique monétaire induite ne vient restreindre la disponibilité du crédit. L'inflation se limite d'elle-même par les remboursements de prêts qui viennent valider les anticipations de croissance. La possibilité de remboursement des emprunts n'est pas soumise à d'autres sanctions que celle de la 'logique économique'. Il n'en est pas de même dès qu'on utilise le levier d'endettement pour acquérir des actifs producteurs de biens capitaux – structures *speculative & Ponzi*– : on entre dans une logique fortement autoréférentielle : le crédit finance la demande d'actifs, laquelle gonfle leurs prix, ce qui alimente une nouvelle demande solvable au regard des prix du marché. Comme le cas de la Grande Dépression l'illustre, les structures les plus conservatrices peuvent rapidement se détériorer parce que des événements considérés comme exceptionnels (liquidation d'une banque) deviennent courants. Le tout implique donc des adaptations qui peuvent ressembler à une marche forcée. Paradoxalement, alors que tout le monde voudrait devenir *hedge*, la dégradation de l'activité peut être assez rapide pour que les fragilités financières s'accroissent au contraire partout.

3.1.2. La logique autoréférentielle assujettissante des marchés financiers : la déréglementation financière ou l'introduction de *Ponzi* dans un marché liquide

- Dans un monde incertain, les jeux hétéro-référentiels n'existent pas (les structures de risque désirées sont parfaitement maîtrisées en tout temps) et c'est précisément cela qui fait le fond de la *doctrine de la liquidité* keynésienne, selon le terme de Minsky. Mais la sensibilité de la référence 'extérieure' aux comportements aux changements d'états individuels dépend aussi beaucoup du régime financier utilisé par l'économie.
- En régime d'économie d'endettement –crédit bancaire peu libéralisé–, le modèle bancaire dominant est souvent celui de la banque à l'engagement, qui maintient l'offre de crédit dans une *logique de l'entrepreneur*, et où la disponibilité du crédit en général est stable sur le moyen terme parce que la faible concurrence autorise une approche souple de la solvabilité bancaire. Ce lien à la *logique de l'entrepreneur* vient aussi de ce que la seule source de liquidité des banques est l'offre de la banque centrale, de sorte que l'activité de crédit au niveau agrégé est bien 'tenue'. En finance de marché, ce n'est plus le cas⁴². Par leurs activités de *liability management*, les trésoreries des banques n'ont plus qu'une relation instable avec l'offre de la banque centrale. Par leurs activités d'*asset management*, comme la titrisation des crédits, les banques sont incitées à systématiser leurs relations de crédit –gagnant en indépendance vis-à-vis de la *logique de l'entrepreneur*– et à relier leur offre à leur capacité à céder ces risques sur les marchés, pour profiter de la prime de liquidité. L'offre de crédit, à la source de la création monétaire, reproduit alors les comportements des marchés, et l'abondance de monnaie suit et amplifie les mouvements de la liquidité financière.

Le problème est que ***les propriétés comportementales des investisseurs Ponzi, sont typiquement celles des opérateurs sur les marchés financiers***, parce que les opérations de portefeuille relient étroitement les conditions courantes de refinancement aux mouvements d'achats et de vente d'actifs. Le paradoxe de la liquidité renvoie donc à la construction de dynamiques liquidité-solvabilité assez fortes pour que le but ne soit plus d'élaborer une stratégie d'investissement optimale à partir d'un contexte donné –dite *approche fondamentaliste*–, ni d'envisager ce qu'est pour les autres la stratégie d'investissement optimale dans le contexte donné –dite *rationalité stratégique opportuniste*–, mais de trouver comment les autres pensent que se forme l'opinion majoritaire du marché. Cette généralisation des comportements rationnels stratégiques décrit une structure de rationalité autoréférentielle pure. On la retrouve sous la forme du concours de beauté utilisé par Keynes pour illustrer la logique spéculative sur les marchés (TG-Chap 12). L'idée est révolutionnaire : parce que les équilibres sur les marchés financiers sont de

⁴² On peut se reporter sur ce point à la première partie du chapitre consacré à la crise bancaire japonaise, où l'on montre que la libéralisation financière est incompatible avec le maintien du modèle à l'engagement.

pures conventions (TG 12-IV), l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers doit être rejetée. Ils peuvent se tromper. Ceci légitime alors toutes les formes d'interventions publiques possibles pour contrôler la liquidité de l'économie. Surtout, la structure autoréférentielle des marchés financiers implique que les conditions de financement sont soumises à des dynamiques largement autonomes de l'activité réelle, autrement dit que celle-ci doit s'y adapter.

- L'émergence de ces dynamiques autonomes est la principale raison pour laquelle la libéralisation financière modifie fondamentalement les conditions de la croissance. Sans liquidité, l'horizon temporel de l'investisseur est le moyen ou long terme, ou plutôt celui de l'investissement productif et donne tout son intérêt à l'adoption du modèle de la banque à l'engagement. ***Plus l'organisation économique capitaliste est marquée par le développement du système bancaire et des marchés financiers, plus la gestion du capital et sa propriété sont distinctes, plus l'équilibre des relations financières s'opacifie, se fragilise et donc, plus les mouvements de la confiance sont instables et influencent l'activité économique*** (Keynes [TG 13]). Parce que l'état de confiance gouverne la courbe d'efficacité marginale du capital, les aspects financiers prennent une importance majeure. La libéralisation financière, en apportant la liquidité et des nouveaux instruments de gestion de la contrainte financière au niveau individuel, apporte aussi une certaine sujétion de l'entrepreneur à une logique financière qui peut permettre de formidables périodes d'innovations, mais est aussi source d'une grande instabilité. On glisse donc d'une logique microéconomique auto-référentielle 'faible', au sens que le bouclage se fait par le mécanisme de la demande effective, à une logique auto-référentielle 'forte', de l'endettement spéculatif, plus puissante, compte tenu des mouvements autonomes des prix d'actifs négociés sur les marchés financiers.

« *La scission entre la propriété et la gestion du capital (...) et l'extension prise par les marchés financiers organisés ont fait intervenir un nouveau facteur d'une grande importance, qui facilite parfois l'investissement, mais qui contribue parfois grandement à aggraver l'instabilité du système. [La bourse] réévalue tous les jours un grand nombre d'investissements, et ses réévaluations fournissent aux individus (mais non à la communauté dans son ensemble) des occasions fréquentes de réviser leurs engagements. Bien qu'elles soient surtout destinées à faciliter les transferts d'investissements anciens d'un individu à un autre, [ces révisions] exercent une influence décisive sur le flux d'investissement courant.* » (TG 12). Cette citation rappelle le Q de Tobin, à ceci près que celui-ci affirme que l'évaluation du marché est la seule correcte, eu égard à la connaissance actuelle des faits qui influenceront sur le rendement de l'investissement, et que cette évaluation ne saurait changer que si cette connaissance est modifiée. Or l'évaluation d'un investissement par le marché est conventionnelle et influencée par des facteurs qui ont peu à voir avec les prédictions du rendement futur. C'est ce que l'on voit à présent.

3.1.3. La formation des anticipations sur les marchés liquides : auto-référentialité, mimétisme et convention d'anticipation

- On montre ici comment les travaux sur *les conventions d'anticipation* parviennent à expliquer la formation des opinions de marché dans un environnement incertain. La rationalité autoréférentielle pure décrit un processus dans lequel des questionnements croisés se répondent comme deux miroirs placés l'un en face de l'autre, qui reflètent leurs images à l'infini. La théorie des conventions explique qu'il en va ainsi des investisseurs sur les marchés de titres : chaque information subit un traitement qui consiste à analyser la valeur intrinsèque de l'information –valeur fondamentale– et la manière dont le marché va lui-même la traiter. Plus l'intérêt porté aux autres est grand, plus on arrive à un jeu autoréférentiel, avec multiplicité des équilibres possibles, de sorte que la rationalité stratégique est à elle seule incapable de conduire à une solution certaine. En fait, les agents peuvent se coordonner sur un équilibre en recourant à des ressources cognitives plus étendues que la seule rationalité stratégique.
- Le théoricien des jeux Schelling [1960] montre ainsi qu'ils s'intéressent à la manière dont les différents choix possibles sont dénommés. Il s'agit alors de trouver l'appellation qui retiendra l'opinion majoritaire, ce qui relève tout bonnement, non plus à de la logique mathématique – puisqu'aucun raisonnement *a priori* ne peut y répondre–, mais à de la culture, à de la sociologie, etc. Cette interrogation doit définir une routine d'interprétation, ou plus précisément un réflexe d'interprétation, règle de sélection qui permettra implicitement d'aboutir à un équilibre de manière certaine. Celui-ci se distingue alors de tous les autres équilibres possibles et forme un *équilibre saillant*. Schelling propose ainsi aux jeux auto-référentiels une solution différente de celle de Keynes à celui du concours de beauté, laquelle consistait à dire que la capacité humaine à poursuivre le raisonnement spéculatif se limite au 3^{ème} ou 4^{ème} degré de réflexivité. Ici, il ne s'agit pas de trouver la réponse majoritaire, mais la manière de reformuler la question initiale en des termes suffisamment simplifiés pour faire disparaître l'incertitude sur les réponses possibles.

Cela peut s'avérer impossible. Pour trouver un mode de coordination, la règle de décision individuelle peut n'avoir absolument aucun rapport avec le problème posé initialement du moment qu'elle fait le lien avec une question qui converge vers un référent commun. On parle ainsi de saillances primaires et secondaires. Pour les illustrer, Orléan [1999] cite à propos des saillances à la Schelling l'expérience retracée dans l'article de Metha, Starmer & Sugden [1994]. On relève qu'à la question : « *Choisissez une année passée, présente ou futur ?* », et quand on incite les agents à faire un choix coordonné, deux réflexes dominent : « *Quelle est mon année de naissance ?* » et « *Quelle est l'année courante ?* ». Dans le second cas, la saillance primaire est une saillance à la Schelling parce que cette routine débouche sur une réponse certaine, ce qui n'est pas le cas pour la première. A la question : « *Donnez un jour de l'année* », si une routine émerge qui consiste à dire « *Donnez la date de la fête la plus importante de l'année* », saillance primaire avec pour réponse majoritaire « *25 décembre* », on obtient ce que les auteurs appellent une saillance secondaire et ce

qu'Orléan désigne comme une saillance mimétique : un raisonnement avec réfléchissement au second degré (« *je choisis ce que je crois qu'ils choisiront* ») à partir d'une question déjà réinterprétée. Selon le mode de formation on peut aussi l'assimiler à une saillance à la Schelling, car la réponse Noël exprime un stéréotype : la réponse courante, traditionnelle à la question initiale. Le concept de saillance mimétique exprime encore l'idée qu'un équilibre de coordination peut changer à l'intérieur d'une même convention : on cherchera toujours la fête la plus courante, mais ce ne sera plus Noël. Bref, pour sortir de l'incertitude, on doit connaître les stéréotypes pour les mimer.

- Schelling insiste sur l'importance des précédents dans la résolution des jeux de pure coordination. Si les saillances évoquées à l'instant n'émergent pas immédiatement, dans un cadre dynamique, il apparaît que très rapidement, on aboutit à une coordination parfaite. « Imiter la règle majoritaire » de la période antérieure apparaît comme la stratégie saillante au sens de Schelling : celle qui permet collectivement de produire sans ambiguïté une opinion unanime, tout en permettant aux joueurs qui la suivent de s'en approcher individuellement. Le suivisme est ainsi un principe de comportement intrinsèque aux jeux autoréférentiels et il est parfaitement rationnel. Il s'ensuit qu'à chaque temps, lorsque les joueurs sont confrontés à une situation qu'ils ont déjà rencontrée, ils se dirigent spontanément vers l'ancienne solution. Les agents ont ainsi tendance à reproduire l'antécédent car il fournit une réponse sans ambiguïté à la question « *Qu'est-ce que fera le marché?* ». Pour que cette recherche de l'opinion majoritaire débouche sur une solution unanime, il est nécessaire qu'il n'y ait pas de sous-groupe d'agents, fermés et séparés du reste des acteurs. Dès lors, l'opinion de la collectivité se stabilise car la poursuite de l'imitation ne modifie plus la situation⁴³. Une croyance produite de manière endogène et reconnue de tous réunit l'unanimité à chaque étape. Elle est également appelée *convention de marché* et permet de polariser immédiatement les anticipations sur une solution d'équilibre devenue évidente. Ainsi que Keynes le disait déjà dans la TG, dès lors que la banque centrale n'intervient pas directement dessus, les taux longs, comme les *spreads* de notation ou les cours boursiers sont par essence des conventions plutôt que des phénomènes psychologiques. Elles sont une seconde nature du marché et jouent le rôle que joue la valeur fondamentale en l'absence de marché financier liquide : elle donne une direction aux anticipations.

⁴³ Si tel n'est pas le cas et plus précisément, si des saillances primaires émergent pour lesquelles à chaque fois plusieurs équilibres sont possibles et que le choix de l'équilibre dépendra du groupe, il est possible que la saillance primaire ne soit par remise en question et que malgré la diversité des groupes, on peut parvenir à converger vers un équilibre de marché. C'est le cas si, par exemple, certains groupes pensent en savoir moins que les autres. Dans ce cas, ils adoptent une stratégie qui se rapproche plus du mimétisme normatif –plutôt qu'informationnel– au sens où se situant déjà dans un jeu auto-référentiel, ils cherchent la bonne routine d'interprétation, le bon mode de pensée.

Les dynamiques financières suivent donc des *prophéties autoréalisatrices* qui n'ont rien à voir avec les taux d'intérêt qui assureraient le plein-emploi, tandis que l'autonomie que leur confère la liquidité par rapport à l'activité réelle leur permet au contraire d'influencer les conditions de production.

- La thèse plus ou moins explicite des approches du marché financier par les jeux auto-référentiels est donc que les prophéties auto-réalisatrices ont un rôle créateur, structurant l'économie réelle, ce qui à la fois éclaire sur la nature profonde de la libéralisation financière, et renverse radicalement la conception de la politique économique : l'objectif est d'influencer les conventions⁴⁴. Par ailleurs, ces conventions sont davantage qualitatives et non-explicites. Dans un monde changeant, l'unanimité n'est pas acquise et il est naturel que les prix financiers suivent une certaine volatilité malgré la stabilisation de la convention. Mais plus l'économie réelle est dominée par les *Ponzi*, dont la solvabilité dépend étroitement de la liquidité des marchés –i.e. des conventions–, plus ces acteurs renforcent ces conventions, contribuent à les cristalliser.

Encadré 3 – Apports et limites des approches de modèles de *bulles rationnelles*

Une bulle spéculative se définit comme un écart sensible et persistant du prix d'un actif par rapport à sa valeur fondamentale. Cette définition implique qu'il existe un modèle permettant de déterminer le prix fondamental d'un actif, même si celui-ci n'est généralement pas observable. Cette littérature demeure donc au moins implicitement, dans la tradition orthodoxe parce qu'elle suppose que *si les agents sont raisonnables*, ils peuvent se coordonner sur cette valeur fondamentale. Elle diffère donc de l'approche privilégiée en section 3.1.3.. On peut classer ces modèles en deux familles.

- La première rassemble les *bulles rationnelles*. Des bulles peuvent apparaître sur les marchés financiers même si les agents sont rationnels. Ces bulles se forment alors en raison de l'indétermination des prix, qui peut résulter des anticipations rationnelles. Par exemple, le prix d'une action peut s'écrire comme une équation différentielle stochastique, où le prix présent dépend du prix futur anticipé et admet une infinité de solutions. La valeur fondamentale du cours est alors évaluée par approximation, comme la valeur actualisée de l'ensemble des dividendes futurs attendus. Cette solution implique un horizon infini et donc des dividendes actualisés convergeant vers zéro. Le problème est donc l'horizon. Dans la bulle rationnelle, la convergence à la valeur fondamentale est certaine, mais la date de l'éclatement est inconnue. Les opérateurs sont disposés à acheter un actif à un prix supérieur à sa valeur fondamentale dès lors qu'ils s'attendent à pouvoir le revendre plus cher dans le futur. Leur demande alimente alors la montée des cours. Même si les opérateurs de marché avaient conscience de son existence, la bulle ne serait pas nécessairement un obstacle à leur demande dans la mesure où leur horizon temporel est plus court que le délai dans lequel ils prévoient son éclatement. Dans les modèles de Blanchard [1979] et Blanchard & Watson [1982], un terme de bulle stochastique s'ajoute au prix fondamental. A chaque période, soit la bulle augmente à un rythme constant $(1+r)/p$, avec une probabilité p , soit elle se dégonfle brutalement et retombe à zéro, avec une probabilité $(1-p)$. La croissance espérée à chaque période est donc toujours égale au taux d'intérêt $(1+r)$. Lorsque la bulle gonfle, son taux de progression supérieur compense exactement le risque de dégonflement soudain. Ainsi une fois que la bulle existe, elle a une croissance exponentielle mais elle risque d'éclater d'une période à l'autre. Ces explications des divergences permettent de comprendre la nervosité des marchés dans la phase ultime de la bulle, mais elles ne peuvent expliquer les crises, sauf à considérer que les actifs pourraient à terme avoir une valeur négative. Surtout, cette première génération de modèles n'explique pas leur naissance parce qu'une fois qu'elles ont éclaté, les bulles ne peuvent pas se reconstituer, la croissance attendue de la bulle devant être à tout moment constante.

⁴⁴ Voir Orléan [2004] pour une revue de la littérature sur ces approches conventionnelles.

D'autres modèles, dits de seconde génération, ont apporté une amélioration sur ce point en permettant aux bulles de rester positives après avoir éclaté. Chez Evans [1991], le fait qu'elles ne se dégonflent pas totalement leur permet de se reformer et d'éclater brutalement de façon périodique. Pour cela, il distingue une première phase pendant laquelle la bulle augmente à un taux moyen constant jusqu'à une valeur donnée, laquelle atteinte déclenche une seconde phase caractérisée par une probabilité constante de dégonflement brutal à chaque période. Au total, à chaque période, soit elle augmente à un rythme moyen, plus rapide que durant la première phase, soit elle se dégonfle brutalement pour revenir à une valeur moyenne positive. Une autre forme de bulle rationnelle est dite *intrinsèque*. Il s'agit d'une bulle stochastique qui dépend des valeurs fondamentales de façon non-linéaire. Par exemple, Froot et Obstfeld [1991] ont développé un modèle classique de bulle rationnelle pour les actions en faisant dépendre la bulle des dividendes versés, qui eux suivent une martingale géométrique. En général, ces bulles intrinsèques ne divergent pas et leur propension à éclater n'est pas aussi élevée que celle des bulles précédentes parce que l'évolution des dividendes peut fluctuer. Lorsque la valeur fondamentale varie, le prix de l'actif surréagit en raison du terme de bulle qui amplifie le mouvement. Ces bulles peuvent entraîner des divergences importantes et persistantes mais peuvent aussi rester stables à certaines périodes. Driffill et Sola [1998] ont élaboré un modèle semblable, mais en ajoutant que la croissance des dividendes présente des modifications de régime (faible/forte volatilité), de sorte qu'il améliore considérablement l'explication du cours des actions. Ces derniers résultats montrent donc qu'en accroissant l'incertitude sur la valeur des fondamentaux, on améliore notre compréhension de la formation des cours. D'une manière générale, ces modèles sont dits à l'équilibre. Ils ne peuvent donc expliquer rationnellement la bulle que comme une exubérance de spéculation pure. Leur recours à l'agent représentatif ne permet pas d'expliquer ces phénomènes par la non-neutralité du processus de recherche de l'information de marché, c'est-à-dire par les échanges hors l'équilibre et la liquidité des marchés, comme si leurs propriétés n'étaient pas affectées par elles. Il s'ensuit qu'ils sont aussi incapables d'expliquer les changements considérables des volumes dans les phases de mûrissement de la bulle et après l'éclatement.

• La seconde famille rassemble les modèles de *bulles irrationnelles*. On explique ici le développement de bulles par la coexistence de différents types d'investisseurs. La plupart du temps, on distingue les fondamentalistes –qui se réfèrent à la valeur fondamentale– d'investisseurs moins sûrs d'eux, ou purement spéculateurs, recourant à des stratégies comme l'extrapolation des tendances antérieures, l'analyse technique ou le chartisme, bref à chercher des signaux d'achat et de vente. Comme ces stratégies conduisent *in fine* à corréliser les comportements, leur existence tend à amplifier les mouvements de cours et ainsi créer des bulles. Dans ces modèles, comme on oppose des fondamentalistes 'qui savent' à des 'irrationnels', le principal problème théorique est de justifier la présence et survie de ces derniers, malgré leur stratégie manifestement inappropriée. Shiller [1989] fournit une explication qui nous rapproche de l'approche keynésienne : leur survie tiendrait à ce que les opérateurs rationnels peuvent ne pas être en mesure de dominer le marché. Dans ces conditions, tant que ces *noisy traders* accroissent leurs gains, de plus en plus d'investisseurs, tendent à les imiter sans chercher à connaître la véritable raison de leur succès, de sorte que les fondamentalistes sont contraints d'en tenir compte eux aussi. Frankel et Froot [1986] utilisent un modèle de ce type pour analyser la forte appréciation du dollar au début des années quatre-vingt, en distinguant les fondamentalistes des chartistes et des gestionnaires de portefeuille, dont les anticipations reposent sur une moyenne pondérée des prédictions des deux autres. Leur modèle explique l'appréciation continue du dollar au début des années quatre-vingt, alors que l'orientation des données économiques fondamentales n'était apparemment pas favorable. Une bulle spéculative se serait formée sur le dollar. De Long, Shleifer, Summers et Waldmann [1990] ont cherché à modéliser des phénomènes de mode en faisant coexister, dans un modèle à générations imbriquées comprenant un actif sans risque et une action, des fondamentalistes avec des non-rationnels effectuant des anticipations sur les prix toujours biaisées à la hausse. Comme ce biais est une variable aléatoire et positif en espérance, leur comportement introduit un risque et tend à provoquer une montée des prix sur l'action. Les divergences importantes et persistantes des cours boursiers par rapport à la valeur fondamentale peuvent être dans les deux sens et décrire alors des phénomènes de mode. En réalité, ces modèles ont perdu l'intérêt initial des modèles rationnels qui était 'quand revient-on à l'équilibre ?'. En introduisant l'hétérogénéité entre investisseurs, ils sont sortis du cadre orthodoxe de l'échange à l'équilibre pour entrer dans le cadre pragmatique du fonctionnement des marchés, où le problème de fond est la gestion de l'incertitude et son corollaire, la valorisation de la liquidité. S'intéresser à la proportion des *noise traders* est en effet une manière d'introduire l'impact du degré de liquidité sur l'intensité des interdépendances stratégiques.

3.2. Financement de la bulle et conséquences de l'éclatement

- Parce que l'introduction de l'incertitude en économie implique de raisonner hors l'équilibre, elle implique aussi de comprendre la formation des prix de marché comme le résultat de comportements d'autant moins fondamentalistes que la liquidité est élevée. Les marchés financiers ne sont pas efficaces. Ce sont au contraire des structures autoréférentielles la plupart du temps capables de se stabiliser, en produisant de manière endogène des conventions d'interprétation des informations qui leur parviennent.

On s'intéresse maintenant à la manière dont ces conventions sont remises en cause (3.2.1.), puis ce qui conditionne la transformation d'une crise financière en crise économique. Il s'agit alors d'étudier l'envers de la dynamique mimétique des marchés, à savoir le mode de financement du boom, ou plus précisément, le rapport des investisseurs à la liquidité dans une phase avancée de son développement (3.2.2.), puis la sensibilité des banques à ces chocs financiers (3.2.3.).

3.2.1. La remise en cause de la convention de marché et la crise autoréférentielle

- Dans la logique développée par Minsky, le retournement vient avec la remontée des taux. Mais lesquels ? Si tous les taux d'intérêt publics remontent avec l'apparition de pressions inflationnistes, ou de tensions sur le marché des changes, le retournement est un processus classique guidé par les choix de politique monétaire. Il est exogène. Il en est de même d'un accident extérieur capable de désorganiser une chaîne de paiement et provoquer des défauts en chaîne. Dans ce cas, les conventions de marché sont remises en cause, non pas directement et explicitement, mais via la contrainte de procéder à des ventes forcées, déclenchées pour satisfaire un besoin de paiement. C'est la remise en cause explicite qui nous intéresse. La première partie du chapitre avait conclu que les théories pré-keynésiennes ne parviennent pas à expliquer le retournement sans recourir, soit à la référence au long terme –l'effet Pigou– soit à l'irruption providentielle d'un choc exogène, cassant la dynamique cumulative. De même la fragilisation des structures financières permet de comprendre la sensibilité croissante des acteurs au moindre choc, contrariant les anticipations, mais pas le retournement. C'est l'élargissement brutal des primes de notation qui a provoqué l'éclatement de la bulle Internet aux Etats-Unis. Comment expliquer une réévaluation soudaine du risque dans un contexte qui n'a pas radicalement changé ? C'est l'idée derrière la doctrine de la liquidité : le taux d'intérêt à long terme est par essence une convention.

- Le développement des structures *Ponzi* exprime une fragilité croissante objective de la dynamique économique qui tend à faire émerger des *contestataires*, remettant en cause l'opinion dominante. Pour exprimer cette érosion des conventions à l'origine d'un retournement, Orléan

parle de *résurgence de la rationalité stratégique*. Pour schématiser cela, il sépare les investisseurs en deux catégories, les *fondamentalistes stratégiques*, qui globalement se situent dans la convention mais la remettent en cause à la marge, et les *contrariants*, qui partent du principe que les marchés se trompent parce qu'ils ne forment effectivement que des conventions par essence subjectives, et que les biais de subjectivité vont croissants avec leur cristallisation. En les remettant en cause, en les testant à un moment jugé mûr, mais qui ne peut bien sûr être défini de manière certaine, le gain potentiel peut être énorme et cette stratégie d'autant plus attractive pour les investisseurs que la convention, une fois largement partagée, ne leur assure plus de gains de positionnement⁴⁵. Ces positions contre le marché expliquent pourquoi dans les périodes précédant la chute des prix d'actifs, leur volatilité s'accroît considérablement. Plus les structures financières construites sont sensibles aux chocs, plus cette volatilité se double d'une accélération de la hausse des cours boursiers, parce que les *Ponzi* n'ont pas d'autre choix que d'aller dans le sens du marché. La volatilité des cours ne pouvant pas être maîtrisée par la convention en place, accroît l'incertitude et généralise la crise de rationalité stratégique. Juste après le renversement, les liquidations sont d'autant plus massives et désordonnées qu'aucune convention ne vient remplacer la précédente. Le retournement produit une crise d'autoréférentialité pure, et l'incertitude extrême se caractérise par un fort mimétisme des agents qui peut conduire, au pire, à une course absolue à la liquidité. Il n'y a plus de prix, plus de base pour évaluer la solvabilité des agents et donc plus d'échange.

- Cette explication du retournement endogène a l'avantage d'être cohérente avec l'explication du début du boom et de fournir en même temps une explication des fluctuations des volumes de transaction sur les marchés –l'intensification des échanges au terme de l'euphorie, en rapport avec la volatilité des cours, et leur disparition dans la crise–, en cohérence avec les observations empiriques, tant sur les marchés financiers que sur les autres marchés d'actifs. Ces éléments, sur les volumes transactionnels sont essentiels pour comprendre, d'une part le rapport à la liquidité qui se développe dans la phase ultime du boom –ce que l'on voit maintenant– et d'autre part, le rapport des conventions de marché à l'offre bancaire après l'éclatement, lequel rapport concourt beaucoup à transformer ou non la crise financière en crise économique –ce que l'on voit ensuite–.

3.2.2. L'optimisation du passif dans l'euphorie... ou la valorisation croissante de l'actif par la liquidité

- Quand la convention de marché commence à être testée, la résurgence de l'incertitude s'exprime à travers une forte volatilité des prix d'actifs. En effet, pour qu'une proportion limitée

⁴⁵ La définition du 'bon moment' est bien sûr elle-même subjective. Orléan avance qu'il peut exister des indices relativement objectifs. Le premier exemple est une perte de cohérence apparente du discours économique des acteurs phare de la période d'expansion, auxquels les agents contrariants sont plus sensibles que les autres car, à la différence de ces derniers, ils ne cherchent pas une convention alternative. Le second exemple est une fragilisation objective des structures financières, à travers une taux d'endettement historiquement élevé, etc...

d'investisseurs se retourne contre elle et au contraire, pour qu'ils trouvent un intérêt à y demeurer, il faut que cette résistance s'exprime à travers une montée des prix d'actifs d'autant plus rapide que la convention est attaquée. **Les actifs financiers sont ainsi évalués comme des options réelles sur la valeur future des investissements des entreprises** : la valeur d'une option est fonction croissante de l'incertitude sur la valeur du sous-jacent, de sorte que la prime de risque action est sous-évaluée tant que la valorisation des actions est affectée par la croissance rapide de la composante spéculative. Plus le cours progresse, plus la probabilité de défaut de l'entreprise augmente. La divergence finale accentue donc l'effet de levier et rend les structures financières fragiles, car fortement dépendantes de l'actif financier⁴⁶.

Dans cette phase ultime, **la montée de l'incertitude a plusieurs effets ambivalents**, que les modèles d'anticipation rationnelle n'expliquent pas. Pour perdurer, la hausse des prix d'actifs doit être financée. Or ces financements concernent non seulement l'accroissement des prises de risque du fait du niveau des prix d'actifs, mais aussi l'accroissement de la volatilité de ces prix –hausse des appels de marge– et le gonflement des volumes transactionnels –pour s'opposer aux contrariants, il faut mobiliser davantage à niveau de prix d'actif identique–. Il s'ensuit que la demande de financements provenant des activités *Ponzi*, qui croît d'abord au rythme de leur prise de risque à l'actif, croît ensuite plus vite qu'elle. Le poids des revenus sur les activités *Ponzi* dans les anticipations de cash-flows agrégés augmente, mais celui de leur financement dans le financement de l'économie augmente encore plus vite⁴⁷. Parce qu'elles n'ont aucun intérêt à remettre en cause des projets d'investissement qui n'ont pas encore commencé à générer des profits, les structures *Ponzi* gèrent la conjoncture par des ajustements au passif (cf. Encadré 2). Pour eux, l'incertitude ne se traduit pas par un changement de la perception de la probabilité moyenne de défaut –i.e. de la pertinence du mode d'évaluation des prix d'actifs–, mais par un accroissement des tensions sur la liquidité des bilans. Alors qu'en crise, les acteurs tournent leurs regards du côté de l'actif –le rendement–, ils le tournent du côté du passif en période d'expansion soutenue –la liquidité–. Pour financer leurs positions –leurs activités quand ce sont des producteurs–, ils réduisent leurs provisions pour risque de défaut, les disponibilités et au passif, les termes des emprunts. Ils réduisent ainsi le coût de leur dette, ce qui donne aux banques qui les financent l'illusion d'une double garantie : une meilleure solvabilité de la structure financière et une meilleure capacité de sortie en cas de problème.

⁴⁶ C'est en substance ce qu'expriment les modèles de bulles rationnelles, à ceci près que le recours à l'agent représentatif les rend incapables d'expliquer la dynamique du retournement (cf. Encadré 3).

⁴⁷ On retrouve cette dynamique dans le modèle de double évaluation de Minsky, dans l'équation : $P_{K_i} \cdot K_i = K^*(Q_i)$. Le niveau inchangé des anticipations de cash-flow peut être compris comme la dépendance de ces cash-flows agrégés vis-à-vis des revenus de la spéculation –donc de la hausse du prix courant du capital–, davantage que vis-à-vis des revenus directs de la production.

Ces développements en arrière-plan de la frénésie de spéculation qui précède les périodes de retournement –hausse des prix et de leur volatilité, boom des transactions–, décrivent l’attitude des acteurs des marchés financiers, mais aussi d’une manière générale, celle de toutes les entreprises fortement impliqués dans la bulle. C’est exactement ce qu’il s’est passé dans le financement de l’immobilier au Japon en 1989 et 1990, ou dans celui des sociétés les plus concernées au moment de la bulle internet aux Etats-Unis et en Europe. La multiplication des opérations –ou des projets– de fusion-acquisition, dans cette phase découle du même raisonnement. Il s’agit à la fois de valoriser l’actif des entreprises par une plus grande économie de liquidité, optimisée à un niveau d’agrégation supérieur, et de réduire le temps de gestation des investissements⁴⁸. Paradoxalement, les investisseurs sont alors prêts à accepter une structure de passif plus lourde ou plus instable pour obtenir des cash-flows plus vite.

● ***Deux autres raisons concourent à expliquer l’accentuation des pressions haussières sur les prix d’actifs*** quand, en phase d’expansion, l’incertitude s’étend. (1) La première tient aux opportunités commerciales : la conscience des fragilités réduit l’horizon d’anticipation, de sorte que le sentiment de *fin d’époque d’aisance financière et monétaire* encourage les investisseurs à prendre des risques supplémentaires pour acquérir des actifs ou des positions de marché qu’ils auraient du mal à acquérir en temps normal. C’est typiquement l’argument de Schumpeter pour expliquer l’instabilité : la course aux opportunités de rente monopolistique ouverte par le financement de banque d’affaire, et très tentant pour les producteurs innovants⁴⁹. (2) La seconde est l’argument de risque moral du *too-big-to-fail* : à un stade avancé de l’euphorie, des investisseurs *Ponzi*, prenant conscience des risques accumulés, veulent accroître encore leurs prises de risque afin d’atteindre une taille qui les place au-dessus des normes de solvabilité acceptables pour leur catégorie ou d’un processus classique de règlement d’un défaut. Ce peut être le cas d’un grand groupe industriel ou de service, mais ce peut être aussi le cas d’une banque ou d’une grande IFNM.

● A ce stade, ***il est fort possible que le retournement de conjoncture s’engage bien plus tôt que celui des marchés financiers***. Excluons du raisonnement le cas d’un resserrement monétaire visant à percer une bulle spéculative –on y revient dans la partie suivante– pour se focaliser sur la manière dont une telle configuration peut apparaître de manière endogène. Pour comprendre cela, il est nécessaire de différencier le comportement des *Ponzi* de celui des autres structures, en particulier les plus stables, les *hedge*. La recherche croissante de cash entraîne les

⁴⁸ Mieux vaut acquérir une PME déjà existante, en déséquilibre financier mais en plein essor commercial, plutôt que lancer soi-même un investissement dans la même activité en partant de rien, parce que même si le coût d’acquisition est élevé, la perspective de revenus précoces donne un sentiment d’assurance compensant l’élévation de l’incertitude.

⁴⁹ On peut illustrer ce phénomène par les enchères pour les licences UMTS en 2000 et 2001, qui atteignirent des sommets vertigineux, alors même que l’inquiétude sur les développements de la bulle des NTIC devenait explicite.

entreprises les plus instables à multiplier les opérations de F&A, mais crée aussi les conditions d'une concurrence destructrice sur les marchés de biens. On a vu que la fragilisation financière vise à dégager du cash nouveau pour faire face à l'incertitude. Ces opérations expriment un relâchement de la norme de solvabilité, déformée par le prisme de la liquidité financière, et par conséquent impliquent une réduction de la norme de rendement de l'investissement⁵⁰. Cette réduction n'est pour autant acceptable que pour les acteurs se plaçant dans une perspective *Ponzi*. Ceux-ci, soutenus par la convention financière, produisent massivement des biens, créent une pression à la baisse sur leurs prix, dans le but d'accaparer le plus tôt possible des cash-flows et valider devant les marchés, leur stratégie d'opportunisme commercial (cf. ci-dessus). La fragilisation financière organise et maintient la surabondance réelle, du moins dans certains secteurs. On peut ainsi avoir à la fois euphorie financière et baisse des prix. Cette baisse nourrira probablement plus une nouvelle phase de fragilisation et d'incertitude qu'une remise en cause des niveaux de revenus anticipés, c'est-à-dire la probabilité de perte, parce qu'elle s'accompagne souvent du *syndrome de l'ère nouvelle* : l'idée que la baisse des prix exprime les gains de productivité extraits des innovations. Dans cette phase ultime, les autres acteurs plus conservateurs tendent à se distinguer de plus en plus des *Ponzi*, en réduisant au contraire leur voilure. Plusieurs canaux peuvent entrer en jeu. D'une manière générale, leurs structures financières plus stables les conduisent à moins valoriser la liquidité, et comme la rentabilité de leurs activités traditionnelles laisse place à moins de fantasmes sur le moyen terme, pour répondre à l'incertitude et à la norme de rendement élevée imposée par la convention financière, ils réduisent leurs projets d'investissement. Ces décisions peuvent être aussi facilitées par une pression haussière excessive des producteurs les plus instables sur les prix de certains biens intermédiaires.

Grâce à une dynamique autonome des marchés liquides, soutenue par une convention haussière, la conjoncture des marchés financiers peut donc se déconnecter de celle réelle, voire même 'l'écraser', si cette convention, pour continuer de fonctionner, donc pour continuer de recevoir du cash, impose une norme de rendement financier élevée à tous les producteurs. Ce retournement réel précoce accroît l'incertitude et ce faisant, contraint les *Ponzi* à une nouvelle phase de fragilisation. Pour soutenir leurs positions, donc la liquidité financière et en amont, la convention de marché, il faut accroître les moyens de paiement en circulation. Ce qu'il faut alors retenir, et que seule une approche en terme d'hétérogénéité des états financiers peut expliquer, c'est que chez les investisseurs de type *Ponzi* –producteurs ou financiers–, tant que l'accès au crédit reste ouvert, il y a peu de chance qu'ils modifient leurs plans d'investissement, de sorte que l'euphorie se poursuivra. La spéculation s'appuie sur la liquidité financière et celle-ci nécessite de

⁵⁰ La courbe de productivité marginale du capital keynésienne est ainsi définie monétairement.

la liquidité bancaire. La *hedge finance* ne réagit pas de la même manière. Valorisant moins la liquidité dans leurs bilans alors qu'elle est également soumise à la convention financière, elle réduit en premier ses investissements et ce faisant, pèse à la baisse sur les prix des biens de production. Autrement dit, **tandis que les plus fragiles poussent à l'accélération du crédit et des prix d'actifs, les plus sains entament déjà un retournement.** C'est ce que Fisher [1933] disait déjà, en décrivant l'économie américaine antérieure au krach boursier de 1929.

3.2.3. Les suites de l'éclatement de la convention : l'enjeu central de la réponse bancaire au *shortage of cash*

Dans ces conditions, qu'est-ce qui fait qu'une convention cède et conduit effectivement à une crise économique ?

- Sur le premier point, la remise en cause peut passer par un ***évènement fortuit symbolique***, qui ne remet pas objectivement en cause les perspectives de rentabilité, mais qui remet en cause la règle de décision qui en est la base conventionnelle. Cette situation aboutit soit à une résurgence de l'incertitude radicale, soit au remplacement de l'ancienne base conventionnelle par une nouvelle règle d'interprétation des faits, qui peut être radicalement opposée. La faillite de *Finance One* à Bangkok joue un rôle majeur dans le déclenchement de la crise asiatique de 1997. Ce n'est pas le risque de défauts en chaîne qui a compté, mais le caractère emblématique de cette institution, révélant la fragilité –mais non le défaut– du système financier. La convention a été attaquée facilement dès lors que la fragilité financière du pays explicitement révélé, a accru l'incertitude. Le cas de la crise bancaire de 1997-98 au Japon illustre également ce propos (cf. Encadré 4). Ici, une période de grande instabilité bancaire et de dépression macroéconomique est enclenchée par la conjonction d'événements qui, pris séparément, sont d'ordre mineur, mais dont l'enchaînement leur confère une dimension symbolique : d'une convention de type « *Comment évaluer les perspectives macroéconomiques sachant que l'insolvabilité bancaire non-dite s'accompagne d'une protection publique implicite inconditionnelle ?* », la règle de décision est devenue « *Comment évaluer les perspectives macroéconomiques sachant que l'insolvabilité des banques est révélée, que la sanction est certaine, mais la date de cette sanction incertaine ?* ». La cristallisation des anticipations sensibilisant des acteurs aux symboles, n'importe quel évènement peut bouleverser le mode d'interprétation des investisseurs dès lors qu'ils sont interprétés comme une remise en cause de ces symboles. L'inversion radicale de la règle de décision ou d'une manière générale, le passage de la résurgence de l'incertitude à l'état de crise économique, sont toutefois contingents (1) au niveau de développement des fragilités financières –pour ce qu'elles peuvent être objectives– et (2) à la conjoncturelle réelle sous-jacente.

Dans le cas du Japon, l'évènement fortuit a consisté à lever le non-dit sur un système bancaire insolvable sous perfusion de liquidités centrales apportées de manière inconditionnelle. Dans ce cas, les anticipations prennent pour point de départ de la nouvelle convention un contexte caractérisé par un niveau élevé de défauts. Dans le cas de la faillite de LTCM, aux Etats-Unis pendant l'été 1998, ce fond d'arbitrage risquait de déclencher une chaîne incontrôlable de défauts sur les marchés de taux, bouleversant les conditions de formation des prix sur ces marchés financiers centraux. Typiquement, un évènement qui n'est pas de nature à modifier l'équilibre d'un marché en devient capable parce que la densité des chaînes d'engagements démultiplie l'effet initial du défaut en propageant l'incertitude. L'évènement fortuit –comme les chances de succès d'une attaque de la convention de marché par les *contrarians*– prend de l'importance dans un environnement fragile. L'incertitude ne conduit pas nécessairement à la baisse des prix. La section précédente a permis de montrer que ceci se produit seulement si la volatilité accrue, le gonflement des transactions et les perspectives haussières ne sont pas soutenues par des apports de liquidité nouvelle sur les marchés. Dans ce cas les tensions sur les taux peuvent provoquer le krach. C'est en ce sens que Keynes décrit la condition de déclenchement de la crise comme un problème de *shortage of cash*⁵¹, et c'est en ce sens qu'il faut poser le paradoxe du crédit en finance de marché : ***l'euphorie financière donne l'impression que la liquidité financière peut remplacer le crédit, alors que sa poursuite dépend radicalement du maintien des conditions de l'offre bancaire.***

- D'une manière générale, le comportement de l'offre de crédit joue un rôle pivot dans le développement de la crise, et celui-ci est déterminé avant tout par les risques de défaut, c'est-à-dire par le niveau des fragilités atteintes. Dans le cas du Japon, en 1997-98, l'effondrement de la convention antérieure a conduit les agents à envisager l'avenir avec un *capital crunch* permanent d'une grande partie du système de crédit, puisqu'il s'est agi de révéler sur le champ les pertes bancaires. Comme les banques japonaises détenaient également d'importants portefeuilles d'actions, les perspectives de rationnement du crédit résonnaient sur l'indice boursier qui amplifiait encore la crise bancaire. C'est là une situation exceptionnelle, que l'on retrouve presque uniquement dans les crises de change des pays en développement associant à une monnaie surévaluée un endettement extérieur privé massif en devises. Mais l'idée générale est là :

Plus les fragilités financières sont développées et les risques de défaut des banques proches, plus le risque de résonance de la crise financière sur le crédit et l'ensemble de l'économie est grand. Ce risque est donc d'autant plus élevé que les banques participent directement à la formation des fragilités les

⁵¹ Minsky exprime la probabilité d'occurrence d'une récession cumulative comme « *the minimum set of interest rates that would lead to an erosion of the various margins of safety for given cash-flow and mix of assets "as embodied in the financial structure"* ».

plus saillantes, sur les marchés financiers –existence de portefeuilles boursiers à l’actif des banques, recours intensif à la titrisation du crédit pour économiser des fonds propres, dette en devise importante⁵²–, ou dans les secteurs surdéveloppés à structures financières *Ponzi* financées à crédit –comme les chemins de fer au XIX^{ème} siècle, Internet aujourd’hui, l’immobilier, etc.–, et que les perspectives économiques sont sombres, autrement dit que les taux d’intérêt réels sont élevés et menacent de déstabiliser les structures *Ponzi*.

- Pour illustrer le propos, la littérature présente souvent ***le cas du krach de 1987***, d’une ampleur supérieure à celle du krach de 1929, mais qui à la différence du premier, n’a pas débouché sur une crise. Alors que dans ce dernier cas, le retournement conjoncturel s’était opéré depuis plusieurs mois, alors qu’il y avait une déflation rampante des prix des biens finaux depuis plusieurs années, et un intense spéculation boursière et sur des marchés de matières premières en surproduction, en 1987, si le niveau de l’endettement des entreprises commençait à être élevé et qu’on distinguait déjà des signes de spéculation sur les marchés d’actifs, les perspectives de croissance étaient très bonnes et solides. Par ailleurs, à l’opposé de ce que fit la Fed en 1929, en 1987, les banques centrales de la plupart des pays riches répondirent très rapidement au choc financier par des interventions massives sur les marchés monétaires et une baisse immédiate, importante et surtout coordonnée des taux d’intérêt. Elles ont ainsi envoyé un signal fort de confiance aux marchés, disant qu’elles soutenaient les perspectives de croissance économique, et ont ainsi créé les conditions suffisantes pour que les banques apportent la liquidité nécessaire aux marchés financiers pour les aider à reformer leurs conventions d’anticipation haussières⁵³. Dans le cas du Japon, enfin, malgré la grande fragilité du système financier, il y a eu plusieurs krachs et reprises boursières entre la fin 1989 et 1990. Or ceux-ci n’ont pas ébranlé des convictions optimistes sur l’activité, inscrites dans l’offre de crédit. La hausse des taux d’intérêt n’a fait que renchérir le coût des refinancements à court terme, accentuant l’incertitude sur l’issue de la crise, accélérant le mouvement de fragilisation par des refinancements de plus en plus à court terme, et créant une forme de frénésie sur les marchés financiers. Cette résistance s’expliquait par le fait que le resserrement monétaire déclenché par les tensions inflationnistes, devait se relâcher aussitôt que celles-ci disparaîtraient, scénario qui était aussi dans les anticipations. Le retournement n’est

⁵² La crainte des autorités américaines lors de la dernière récession, enclenchée par l’éclatement de la bulle Internet, en 2000, était une propagation de la crise boursière à celle de l’immobilier résidentiel, puisqu’une telle situation aurait cassé le seul moteur de la croissance américaine à l’époque, qui était la dépense des ménages. Ce risque était motivé par un niveau d’endettement très élevé sur un marché de l’emploi affecté par la crise. Pour empêcher que ce scénario domine le marché hypothécaire, les autorités sont intervenues dessus massivement à travers les deux établissements semi-publics spécialisés Fannie Mae et Freddie Mac, de manière à faire baisser les taux longs de l’emprunt hypothécaire et soutenir l’offre bancaire. Le crédit a ainsi pu soutenir la poursuite de la hausse des prix du résidentiel.

⁵³ Sur le cas du krach de 1987, on peut se référer à Wolfson [1996], ainsi qu’à Boyer [1988]. Pour une présentation détaillée du processus de destruction et de reformation de la confiance sur les marchés financiers à cette époque, voir Orléan [1999]. On peut également se référer à Minsky [1975] et Minsky [1982a] pour le cas différent du krach financier de New-York en 1962 qui, du fait d’un environnement plus sain, n’a pas débouché sur une récession.

intervenu que lorsqu'il est devenu évident que les taux allaient demeurer durablement élevés, pour une raison toute autre : la nécessité de soutenir la monnaie japonaise après une dépréciation jugée excessive qui sera lente à résorber (cf. annexe n°2 du Chap. I)

Encadré 4 – Le déclenchement de la crise bancaire japonaise de 1997-98

L'enclenchement d'une dépression de cinq trimestres commence par la conjonction d'événements qui, pris séparément, sont d'ordre mineur, mais qui prennent une dimension symbolique par leurs enchaînements, de nature à casser le socle des conventions d'anticipation sur l'économie japonaise.

En 1997, l'insolvabilité du système bancaire japonais est connue de tous, mais officiellement niée par les autorités, de sorte que le système continue de fonctionner normalement, avec la garantie implicite de l'Etat. 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 promu 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 identifié. 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 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. 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*, entretient 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 sont naturellement plus demandeurs de liquidités, sinon pour couvrir d'éventuels retards de paiements, du moins pour répondre au risque de course au guichet, déjà apparu brièvement avec la faillite précédente. L'inaction de la banque centrale pousse le taux au jour le jour des prêts en blanc à 0,8%, soit 30 points au-dessus du taux directeur de l'escompte. 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.

Le choc psychologique qui en découle anéantit toutes les croyances qui permettaient de maintenir un minimum de stabilité dans le système financier et le niveau de la bourse 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, marquée par un rationnement brutal et non discriminé du crédit. Ce qui sera la dépression la plus violente qu'ait connu le Japon depuis la fin de la guerre ne parviendra à se stabiliser que début 1999, grâce à la garantie publique sur l'ensemble des passifs bancaires, le premier plan de sauvetage du système bancaire et l'enclenchement de la politique de taux zéro.

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 1998⁵⁴. 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 points⁵⁵.

Malgré la garantie de l'Etat sur l'ensemble des dépôts, des phénomènes de course aux guichets apparaissent, dans les agences des banques régionales et 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*). L'effort de provisionnement que les banques ont toutes prévu dans la brève période d'euphorie doit être engagé malgré la chute des cours boursiers. 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 constituer 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 monétaire⁵⁶.

3.3. *Economie de la catastrophe, économie de la monnaie... deux conclusions sur le rapport entre les conventions d'anticipation, la liquidité et la faillite*

« Mais il y a de l'espoir pour celui qui est lié à tous les vivants. »

L'Ecclésiaste II, 9-4

- Pour clore cette troisième partie du chapitre, nous avons jugé utile de dissiper la confusion que soulève souvent cette problématique des conventions d'anticipation, en répondant à deux critiques qui lui sont opposées, selon nous injustifiées, parce que consistant à l'aborder, d'une certaine manière '*par le petit bout de la lorgnette*', en oubliant ses racines théoriques. La première critique consiste à dire que le recours au raisonnement en terme de jeux autoréférentiels permet de 'tout dire' –i.e. d'extraire les conditions de la croissance des conditions physiques de la production– (3.3.1.). Ce n'est pas vrai. Elle explique pourquoi nous sommes entrés dans une ère de *l'économie de la catastrophe*, catastrophe qui, pour

⁵⁴ 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 (Source : Bloomberg Databank).

⁵⁵ En moyenne. Source : *British Bankers' Association*, mimeo.

⁵⁶ Le passif du bilan de la banque centrale, c'est-à-dire la base monétaire s'est élargie 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 cru de 60% sur la même période (Bank of Japan [1998]).

être évitée, justifie la mobilisation de plus en plus active des institutions régulant la liquidité de l'économie, la banque centrale et le budget public. L'autre critique dénonce l'incapacité de la théorie des conventions à expliquer l'existence de l'institution de la faillite (3.3.2.). On répond que ce n'est pas son propos mais celui de la théorie de la monnaie qui lui est sous-jacente, et dont elle est un prolongement et non un substitut. Or la monnaie repose sur une organisation de son émission qui a besoin d'une règle de monnayage pour fonctionner, donc de l'institution de la faillite.

3.3.1. Les conventions d'anticipation, la liquidité et la monnaie

- La première critique relève le paradoxe des raisonnements fondés sur des jeux de pure rationalité auto-référentielle : *observer le voisin est la première réponse à l'incertitude mais paradoxalement, c'est aussi le meilleur moyen d'accroître l'instabilité et en fait de révéler l'incertitude. La métaphore des miroirs se réfléchissant, donnée plus haut pour décrire ce type de jeux, signifierait donc aussi l'échec à rendre compte de l'irrationalité que suppose cette situation.* Ce raisonnement par l'absurde ne fait que refléter l'irréductibilité de l'incertitude. Il ne présente pas correctement le problème. Un agent rationnel ne peut pas ignorer l'incertitude. Il doit faire avec, et la seule manière pour lui de la prendre en compte est de suivre les tendances, et au pire, de perdre avec le marché, plutôt que tout seul. C'est exactement le sens de la fameuse remarque de Keynes, sur l'art du banquier, à faire faillite selon les règles de la profession (Keynes [1931]). ***La notion d'incertitude en économie suppose aussi celle la catastrophe économique***, parce qu'elle est la manifestation d'une logique absurde mais indépassable. Cette seule conclusion n'est pas satisfaisante seule, car alors, nous serions constamment dans l'échec de marché, c'est-à-dire, dans une logique d'effondrement. Pour qu'elle soit valable, il faut la réancrer dans la théorie keynésienne de la monnaie, non pas par commodité intellectuelle, mais parce que la monnaie permet précisément le développement du commerce dans une économie d'échange décentralisé, c'est-à-dire hors l'équilibre. La conclusion absurde qui découle du principe d'incertitude, *l'économie de la catastrophe*, est une découverte récente, émergée avec (i) les besoins d'accumulation du capital dans la révolution industrielle (voir le début du chapitre), mise en exergue par (ii) l'intensification de la concurrence sur les biens réels, résultant de la standardisation des modes de production et de la maturité du capitalisme, et conduisant à une contraction des marges unitaires, par (iii) le développement de l'intermédiation financière, accroissant les capacités d'endettement et permettant une gestion plus tendue des trésoreries, et par (iv) les innovations en général, dans la communication en particulier, parce que raccourcissant les délais de réactions aux nouvelles.

Bref, l'incertitude a progressivement pris la forme de l'économie de la catastrophe avec les développements économiques, technologiques, et institutionnels consistant à resserrer les interactions entre les agents économiques, c'est-à-dire à les sensibiliser davantage au temps. C'est au rythme de ces développements que l'échange monétaire hors l'équilibre a révélé sa logique absurde et que pour redonner une cohérence perdue à cette économie de l'échange monétaire, il a fallu développer des

moyens d'empêcher la catastrophe dans les faits, puis dans les anticipations. Ces étapes du développement de l'économie de la catastrophe sont précisément celles de la redécouverte de la nature de la monnaie, son caractère institutionnel, éminemment politique, confirmé par la science historique, mais longtemps ignoré par la science économique qui, à la faveur d'un capitalisme encore non mûre, avait pu se contenter de l'aborder comme un bien comme les autres.

- L'histoire de cette redécouverte est celle de la sortie de la Grande Dépression aux Etats-Unis, que l'on aborde dans la suite de l'ouvrage. Dans une économie devenue mûre, les mécanismes d'autorégulation inspirés de la monnaie-marchandise, c'est-à-dire ceux de l'étalon-or classique, deviennent incapables de coordonner les anticipations sur une autre solution que l'effondrement de l'activité, et provoquent une liquidation de capital sans commune mesure avec celle légitimée par les excès de la bulle qui avait précédé le krach. On a progressivement dû reconnaître que la stabilité bancaire était un bien public –nouveau cadre de faillite bancaire avec le système de garantie des dépôts et les recapitalisations sur fonds publics–, et que la stabilisation de l'économie appelait l'établissement de nouvelles institutions capables d'assurer la liquidité des marchés lors des réallocations d'actifs. La première de ces *institutions de la liquidité*, comme on les désignera dans le chapitre suivant, est celle du *prêt en dernier ressort* (PDR), pour intervenir là où les interactions sont manifestement les plus destructrices, sur le marché interbancaire. Il a fallu ensuite accepter l'idée d'une régulation de la liquidité de l'économie non plus passive, comme c'était le cas avec l'étalon-or, mais active, pour empêcher la dégradation rapide des anticipations, d'abord en reconnaissant la dimension macroéconomique de la politique monétaire, puis en la complétant par une politique budgétaire active, seule capable de soutenir directement la liquidité des agents réels. L'échec des autorités américaines à l'époque, à reconnaître ces fonctions explicitement et à construire leur articulation vient de ce que tout en reconnaissant celle du PDR, la Fed, mais aussi le Gouvernement, utilisaient toujours une doctrine de politique monétaire purement quantitativiste, incapable de différencier la liquidité bancaire de celle de l'économie et par conséquent, incapable d'expliquer le PDR. Cette incohérence expliquera la rareté persistante du crédit sur 1933-37 et la violence de la dépression de 1938. Cette mise en cohérence imposait une reformulation complète de la théorie de la monnaie.

Nous avons vu que la monnaie n'est pas un bien marchand, mais une organisation, qui fonde son acceptation sur sa cohérence interne. Le court chapitre qui suit montre que cette cohérence interne doit assurer une capacité d'émission de liquidité, à travers le PDR et les politiques conjoncturelles, permettant, en principe, de sortir de n'importe quelle *crise conjoncturelle*, que l'on appellera aussi *crise des anticipations*. Pour répondre à la question qui nous préoccupe, sur l'irrationalité de l'approche par les conventions, la *monnaie-organisation* est précisément là pour 'délivrer' l'*économie de la catastrophe* dans laquelle nous sommes depuis les années trente de la

logique absurde produite par son développement, parce que la liquidité qu'elle est capable de produire achète du temps et permet aux logiques réelles d'accumulation et d'allocation des facteurs de se développer. Dit d'une autre manière, en assurant la liquidité interbancaire et la stabilité conjoncturelle, en luttant contre les mécanismes auto-renforçant de la déflation, les *institutions de la liquidité* permettent aux marchés financiers de conserver une référence externe –la croissance potentielle et la stabilité des prix agrégés– pour ne pas entrer dans une pure logique spéculaire. ***Rapporter la littérature sur les conventions d'anticipations à de la phénoménologie parce qu'elle n'a pas de cohérence interne, est donc à la fois vrai et faux.*** Vrai parce que l'instabilité des anticipations qu'elle parvient à expliquer ne fait que retranscrire l'absurdité de l'exercice de prévision dans un monde incertain. Ce n'est donc pas en elle-même une théorie, mais une approche qui part du constat de l'échange hors l'équilibre, tandis que les schémas de construction et de destruction des conventions sont toujours différents. Faux, parce que cette cohérence de l'échange monétaire décentralisé est restaurée si ces travaux sont insérés dans la théorie de la monnaie keynésienne. La monnaie-organisation étant capable de répondre à tous les problèmes de liquidité posés à l'économie, les conventions d'anticipation conservent une référence externe, s'ancrer dans des scénarios de problématiques réelles d'allocation des facteurs.

3.3.2. Les conventions d'anticipation et l'institution de la faillite

- Cette réponse à la première critique fournit le socle de celle apportée à la seconde : *suivant l'approche par les conventions, dans un monde où la liquidité est assurée aujourd'hui et dans l'avenir et donc, où les bilans sont réévalués en permanence, il serait impossible de justifier l'existence de l'institution de la faillite par un principe positif.* Compte tenu de ce qui a été dit à l'instant cette affirmation ne peut être que fausse. La liquidité ne peut être assurée aujourd'hui et demain que s'il existe une organisation monétaire cohérente pour la produire. Or comme on l'a vu en conclusion de la première partie, cette cohérence repose sur l'organisation des rapports entre les *institutions de la liquidité*, que sont d'un côté celle micro du PDR et de l'autre, celle macro du *policy-mix*, mais aussi sur l'*institution de la faillite*, que l'on a volontairement mis de côté jusqu'à maintenant. Cet ensemble assure la viabilité et la permanence de l'organisation monétaire et donc, la permanence de la liquidité.

L'éclatement d'une crise d'auto-référentialité et donc, la résurgence de l'incertitude radicale dans les comportements, ne peut provenir que de la perte de viabilité des ancrages externes que sont l'assurance de liquidité et/ou la qualité de la règle de monnayage du capital. Tandis que le premier cas est celui des années trente aux Etats-Unis, le second décrit la crise japonaise en 1997-98 (cf. Encadré 4) et d'une manière générale, le nœud de la crise japonaise.

L'existence de l'institution de la faillite n'implique pas son usage effectif : son rôle est de mettre à disposition un mode de résolution des défauts sur les contrats et dont les modalités, gravées dans

la loi, définissent les droits de la propriété par les conditions d'expropriation, et sur la base desquels toutes les négociations hors-faillite se font. C'est avant tout une menace de recours à un tribunal pour accéder à une procédure de résolution codifiée légalement. Pour se construire, les conventions de marché s'appuient nécessairement sur ce droit positif. Ainsi, l'extension des marchés financiers peut bien assurer une plus grande liquidité des bilans, c'est-à-dire assurer une allocation efficace des actifs par leur évaluation en continue, les solutions au défaut fournies par le marché s'ancrent toujours sur une règle de résolution des conflits dans laquelle chaque acteur peut se réfugier. Les conventions de marché et leurs évolutions sont la PPL et son instabilité à la Minsky, mais elles prennent toujours pour socle le droit, en l'occurrence, l'institution de la faillite. Les conventions d'anticipation sont donc incapables d'expliquer la faillite, donc la monnaie, parce que ce n'est pas une théorie alternative à la théorie monétaire, mais son extension et un affinement du côté des problématiques de la liquidité. Inversement, seule la théorie de la *monnaie-organisation* est capable de justifier positivement l'institution de la faillite, parce que seule cette théorie alternative à la *monnaie-marchandise* se fonde sur le principe d'incertitude. Les contrats négociés entre agents étant nécessairement incomplets, sur un marché où la négociation se fait de manière décentralisée, la résolution d'un défaut peut être conduite de manière désordonnée et ce faisant, violer l'ordre de la propriété privée. La suspension temporaire du droit des contrats et leur solidarisation dans une procédure collective de négociation, que seule la loi peut imposer, et la seule manière de suspendre le droit des contrats et de les reformuler sans violer l'ordre de la propriété privée. Elle doit alors se comprendre comme la reconnaissance de l'incapacité des mécanismes de négociation décentralisée à se coordonner, ou dit d'une autre manière, de leur capacité à développer des logiques spéculaires pures.

- L'ancrage théorique des conventions d'anticipation est un argument suffisant pour répondre à la seconde critique. Pour l'illustrer et aller un peu plus loin dans la réponse, reportons-nous à ***la particularité des services rendus par la faillite par rapport à ceux rendus par la liquidité.*** Tandis que cette dernière stabilise les anticipations sur la valeur de la dette dans le marché, la faillite impose la solidarisation de tous les ayants droits dans une procédure collective visant à réallouer les facteurs de production selon des principes codifiés. Son propos est donc de répondre à notre '*histoire réelle de la crise*', celle des économistes autrichiens et de Keynes, l'efficacité de l'actif. On peut alors justifier la faillite dans un 'monde liquide' d'une autre manière que celle formulée plus haut, plus générale et qui, comme on le verra, englobe ce premier argument.

Les institutions de la liquidité ne peuvent pas résoudre des défauts tenant à des problèmes d'organisation du marché, quand le marché en question est celui de biens dont la production génère des externalités positives que les producteurs sont incapables d'internaliser, i.e. quand il y a,

selon le terme employé en économie industrielle, un problème *d'extraction de la rente du producteur*. L'économie industrielle parvient à démontrer que le jeu de la concurrence ne peut fonctionner efficacement que si l'organisation des marchés est adaptée aux caractéristiques des biens ou services produits ou à celles de leurs logiques de production, lesquelles caractéristiques peuvent être définies indépendamment du contexte macroéconomique, suivant des critères comme les logiques de réseau, les économies d'échelle, etc. Ces organisations ne peuvent émerger qu'après une succession d'échecs, de défauts, imposant à chaque fois une révision du mode d'organisation de l'actif, et une réallocation des droits de propriété. Suivant cet argument, il est possible de concevoir que dans un monde à la Minsky fait de booms et de krachs, où les conventions d'anticipation sont instables, une même entreprise fait régulièrement défaut sur sa dette parce qu'elle est structurellement incapable d'extraire sa rente, mais que les institutions de la liquidité décident à chaque fois de la renflouer, parce qu'elles sont persuadées que son existence bénéficie à l'ensemble de l'économie, c'est-à-dire que son projet est viable. Cet échec permanent vient de ce que la disparition de l'activité est refusée par l'acteur public et qu'en même temps, l'unanimité des ayants droit de l'entreprise est requise pour réallouer l'actif. Il faut donc que chacun ait un intérêt à coopérer pour réorganiser le marché, supérieur à celui qu'il trouve dans la solution de renflouement.

• ***Quels marchés correspondent à ces caractéristiques ?*** Le premier est évidemment celui de la monnaie, ou plus exactement, *l'organisation du système bancaire* dans un système de monnaie-crédit. Par construction, il est impossible que les agents se coordonnent sur un marché décentralisé pour établir une organisation monétaire capable d'assurer la liquidité de l'économie. C'est la loi qui institue la banque centrale et la règle de monnayage du capital⁵⁷. L'autre exemple, celui des *sociétés de chemins de fer aux Etats-Unis pendant l'entre-deux-guerres* est véritablement un cas d'école, parce que jusqu'en 1935, il n'existait tout simplement pas de loi de faillite pour ces entreprises. Cet exemple est décrit en détail dans le dernier chapitre. Le code de faillite de 1898 prévoyait une procédure de restructuration pour les PME, mais que l'on avait fini

⁵⁷ Le marché français des télécoms aujourd'hui ne correspond à cette description qu'en apparence. Après l'éclatement de la bulle, les principaux opérateurs, surendettés, plutôt que d'être mis en faillite et restructurés, ont bénéficié de la part de l'Etat d'un rabais inattendu sur les licences UMTS, ce qui est à proprement parler une infraction aux règles de la concurrence puisqu'aux nouveaux prix d'autres acteurs auraient pu se porter acquéreurs. Par la suite, compte tenu de leur nombre très limité, ces opérateurs ont organisé des accords de marché pour relever les prix et dégager des marges leur permettant d'assumer leurs dettes accumulées aux temps de la bulle. Ces accords de marché ont été condamnés fin 2005 et assorties de lourdes amendes. Mais ils ont permis aux acteurs installés de légitimer l'organisation actuelle du marché, caractérisée par des coûts d'entrée prohibitifs. Ces deux anomalies ont évité la faillite à certains de ces acteurs, empêchant une réallocation des actifs parallèle au traitement du passif, qui certainement conduit à réfléchir sur l'opportunité d'une réorganisation du marché. Mais l'exemple n'est pas tout à fait probant. L'aléa moral, qui bloque la réorganisation du marché, vient du soutien mal conditionné des institutions de la liquidité à une activité devenue cruciale pour l'économie, tandis qu'il existait des procédures de faillite capables de gérer ce problème sans menacer la survie de l'activité.

par reconnaître comme une source légale aussi pour la restructuration des grandes entreprises, à l'exclusion des sociétés de chemin de fer. Les autorités avaient peur de voir disparaître ces entreprises, dont l'existence était jugée cruciale pour l'économie régionale. Dès lors qu'une d'entre elles faisait défaut, comme il fallait bien reconnaître et traiter la perte, une procédure amiable avait été élaborée par les grands cabinets d'avocat et banques d'affaires, sur le modèle du *receivership*... mais sans véritable source légale. Elle était ainsi reconnue par la jurisprudence uniquement comme un moyen de respecter les droits des *seniors*, qui eux étaient inscrits dans le droits et indépendant des lois de faillite, *seniors* qui, en l'absence, auraient engagé la saisine d'actifs que les autorités publiques ne souhaitaient pas voir démanteler. Cette procédure *non codifiée* ne créait donc aucune pression ni sur les créanciers *seniors*, ni sur les *insiders*, et l'absence d'un cadre formel pour organiser la réunion des créanciers permettait une collusion des dirigeants, actionnaires principaux et *seniors*, qui dirigeaient alors la procédure et la négociation, sans que les *juniors* puissent saisir le moindre recours. La liquidité de ces procédures était assurée par des financiers qui étaient également des créanciers *seniors* ou *insiders*, qui s'en assuraient donc le monopole pour empêcher la concurrence sur les achats d'actifs en enchère, au lieu de la faciliter. *In fine*, pour éviter de toucher aux actifs collatéraux des dettes *seniors*, les plans ne prévoyaient qu'une restructuration superficielle, consistant à traiter le passif, à éponger les pertes passées – alors totalement assumées par les créanciers *juniors* –, sans traiter les conditions d'exploitation à l'actif, à savoir la réorganisation des actifs physiques, mais aussi le problème d'extraction du surplus de valeur ajoutée généré par cette activité, et le traitement des dirigeants et actionnaires. Il en résultait des défauts à répétition.

Ainsi, en l'absence de loi de faillite pour ces institutions, il n'y avait aucune procédure codifiée astreignante pour régler les rapports entre créanciers *juniors*, *seniors* et *insiders* et organiser un espace de négociation, de sorte qu'on ne pouvait pas s'opposer aux collusions aberrantes entre ces deux dernières catégories d'ayants droit. La règle de l'unanimité des votes, nécessaire pour modifier des contrats de dette dans le marché, paralysait l'initiative des *juniors*. Sans faillite, la liquidité n'était donc aucunement une réponse aux problèmes de coordination du marché, mais un moyen de relâcher la règle de paiement. La réponse rationnelle du marché aurait du être d'assécher l'offre de financement *junior*, pour mettre les autorités face à leurs contradictions, mais tel ne fut pas le cas avant la dépression. Par la suite, compte tenu de la pénurie de liquidités, au lieu des défauts à répétition, on assista à un allongement extraordinaire de ces procédures, qui ne posaient toujours pas de problème puisqu'elles ne coûtaient qu'aux créanciers *juniors*, sans pénaliser ni changer la position des autres ayants droit. La réforme de 1935, établissant une source légale à cette procédure à travers l'*Amendement 77*, résolvait les plus graves problèmes de

collusion auxquels elle avait donné lieu et en sortant de la règle de l'unanimité des votes, permettait en théorie de donner aux juniors une capacité d'initiative. Elle achoppa sur un tout autre problème, celui de la pénurie de liquidité, créant un conflit entre les objectifs d'efficacité et d'équité de la procédure, mais sur cette fois-ci au sein d'une hiérarchie des droits imposée par la loi. La faillite sans la liquidité est justement le thème transversal de la seconde partie de l'ouvrage.

Conclusion & Ouverture : la doctrine de la liquidité, l'innovation et le long terme

- Ce chapitre théorique a permis de montrer comment le besoin de reconstruire une théorie positive de la monnaie est né des théories hétérodoxes des fluctuations, à partir d'une réflexion sur l'influence apparemment non-neutre des régimes monétaires sur les propriétés de stabilité des économies. L'association des particularités du régime de crédit pur (Wicksell) avec l'influence pro-cyclique du désir de liquidité (Fisher) ont débouché sur la doctrine keynésienne de la liquidité, fondant théoriquement la constitution monétaire de nos économies sur le principe d'incertitude, et appréhendant la monnaie comme un institution. La qualité de la circulation monétaire s'identifie alors à l'organisation du système de paiement, et les comportements bancaires sont placés au cœur de la théorie des fluctuations. Le développement de la liquidité financière, perçu sous l'angle microéconomique comme un facteur d'efficacité, devient, sous l'angle macroéconomique, un facteur de renforcement des interdépendances stratégiques et donc de l'instabilité. On a vu enfin comment l'analyse microéconomique des comportements d'intermédiation en est arrivée au constat de départ de la théorie keynésienne, à savoir qu'en reliant l'hypothèse d'asymétries informationnelles avec celle de fragilité des structures financières, on aboutit à l'instabilité économique, et que plus les agents parviennent à réduire ces asymétries au niveau micro, plus l'instabilité conjoncturelle s'élève.

L'idée de fond, et qui fait l'objet de la suite de cet ouvrage, est que plus les interdépendances stratégiques entre les acteurs sont fortes, plus la notion d'incertitude ressurgit, met en évidence le lien de parenté entre le prêt en dernier ressort, la politique économique et la règle de faillite, c'est-à-dire fait apparaître la monnaie comme substitut à l'incertitude, la liquidité comme substitut au temps, sous contrainte, et non en remplacement d'une règle de paiement dure.

- L'épisode de la Grande Dépression des Etats-Unis, qui sera traité dans le chapitre suivant dans l'optique d'une crise de régime de la régulation monétaire, est aussi une crise de régime de croissance due à l'apparition d'innovations technologiques et managériales radicales. Ces innovations en germe depuis les années vingt mais entrant dans le système de production au début des années trente, nécessitaient pour se développer des transferts de facteurs massifs. Or en incertitude, le jeu incitatif des prix relatifs qui motive ces transferts doit se doubler d'un accès

aux sources de financement, lesquelles à leur tour ne sont accessibles que si les perspectives de rentabilité sont correctes. Plus les transferts sont importants, plus les besoins de fonds le sont. Ces innovations ont ainsi été un facteur de fragilisation macroéconomique amplificateur de la crise bancaire jusque 1933, et une explication de la difficulté de l'économie à sortir de la crise pendant la *New-Deal*. On reviendra sur les conséquences de cette crise en terme de politique budgétaire dans le chapitre suivant. Ici, cette lecture de la Grande Dépression sous l'angle de la crise de transition du régime d'accumulation vers le schéma fordisme permet de conclure ce chapitre sur le lien entre la doctrine keynésienne de la liquidité et la théorie des innovations.

- Dans la Théorie Générale, les notions de risque et d'incertitude qui conduisent à l'élaboration des anticipations ne sont plus un facteur d'explication des fluctuations, mais le principe de la régulation macro⁵⁸. Le caractère conventionnel des anticipations et des états de la finance permettent d'expliquer les retournements de conjoncture et surdéterminent la dynamique macroéconomique. En tout cas permettent-ils de ne plus rien affirmer sur l'ampleur et la durée des fluctuations. En rapprochant Minsky des théories hétérodoxes du cycle, qu'il s'agisse de Juglar [1889], Haberler [1943], Schumpeter [1934] ou encore Mullineux [1990], Lavoie [1983] avance que la HIF est faible parce qu'elle fait, comme elles toutes, l'hypothèse que le déclenchement des crises financières intervient au sommet du cycle des affaires, et par conséquent, qu'il n'est capable d'expliquer ni des crises financières à répétition, ni des retournements conjoncturels sans crise financière sensible, ni les crises financières jugulées et sans impact sensible sur la croissance. Les sections précédentes ont montré que cette critique n'est pas soutenable. D'une part, parce que la fondation macromonétaire de la courbe d'efficacité marginale du capital exclue par nature toute notion de *cycle* et la TG est davantage une théorie explicative du caractère transitoire des états de l'économie, et de la plus ou moins grande robustesse de ces états (TG VI-22). Les crises financières peuvent éclater sans fondements réels la justifiant. Le long terme est remplacé par la notion de croissance potentielle, une cible mouvante... mais pas seulement. On y revient ci-dessous. D'autre part, parce que cette construction s'ancre sur une théorie de la *monnaie-organisation*, qui suppose en face de la régulation de la liquidité, une règle de paiement viable. On a bien vu que la théorie des conventions, pour

⁵⁸ Ainsi, Keynes écrit que la hausse des taux d'intérêt « est capable d'aggraver la crise et quelquefois, de la déclencher. Toutefois (...) ce n'est pas tant la hausse du taux de l'intérêt que la chute soudaine de l'efficacité marginale du capital qui en fournit l'explication la plus normale et souvent, l'explication principale. Il est conforme à la nature de marchés financiers dominés par la spéculation à court terme qu'au dernier stade du boom, alors que seules des anticipations de forts débouchés compensent la hausse des coûts de production des biens capitaux et leur abondance croissante, les cours baissent d'un mouvement soudain et même catastrophique s'abat sur le marché. L'incertitude sur l'avenir et le découragement qui accompagnent la chute de l'efficacité marginale du capital suscitent une augmentation de la préférence pour la liquidité forte et par suite une hausse du taux d'intérêt, laquelle va aggraver sérieusement le déclin de l'investissement. C'est néanmoins la chute de l'efficacité marginale du capital qui caractérise le retournement, surtout si les efficacités marginales des catégories de biens capitaux qui au cours de la phase antérieure, ont contribué le plus à l'essor de l'investissement nouveau. » (TG VI-22).

expliquer la monnaie, a besoin de l'institution de la faillite, et que d'une manière générale, la régulation de la liquidité ne résout pas certains problèmes d'organisation du marché, c'est-à-dire d'allocation d'actifs. Les crises financières à répétitions peuvent alors avoir des origines variées : une crise des institutions de la liquidité –Grande Dépression–, une règle de paiement relâchée – Japon– ou les deux.

Encadré 5 – Le rapprochement entre l'innovation et la croissance chez Schumpeter & la théorie keynésienne de l'instabilité financière

Dans une courte allocution, Goodwin [1993] formule une critique orthodoxe sceptique des rapprochements possibles entre les préceptes keynésiens postérieurs au *Treatise on Money* et la théorie du développement de Schumpeter. La réticence de Schumpeter à se rapprocher de la TG viendrait surtout d'une incompréhension, nourrie par la présentation simplifiée de la révolution keynésienne après la guerre, focalisée sur le *big government* et l'approche IS-LM. L'univers de Schumpeter est peu semblable à celui des classiques. Minsky [1990] voit dans ses travaux une théorie monétaire de la valeur anticipant et intégrant les canons de la Théorie Générale : l'incertitude, la décision d'investissement comme moteur de la dynamique économique et le crédit bancaire comme source de création monétaire endogène. Pour Schumpeter, il n'y a pas d'analyse économique sans analyse du crédit. La création monétaire est en effet le versant du redéploiement des portefeuilles bancaires et financiers, lequel produit de l'accumulation et génère un profit validé par des moyens de paiement nouveaux. La distribution des facteurs n'est donc pas une théorie marginaliste mais une théorie de la demande en environnement incertain.

« *Development consists of new combinations, not mere accumulation, and credit is primarily necessary to new combinations. New combinations require the detaching of productive means (already employed somewhere) from the circular flow and allocating them to new combinations. This is done by credit, by means of which one who wishes to carry out new combinations outbids the producers in the circulate flow in the market for the required means of production. (...) Therefore, to understand development, we must not overlook what happens in the sphere of money and credit.* » (Schumpeter [1934-pp.70-1].

Pourtant, avant de s'en rapprocher vers la fin de sa vie, Schumpeter avait commencé par rejeter la TG. L'origine de la *fausse discorde* est une analyse monétaire non menée à terme et une vision réductrice du métier de banquier, due à son approche autrichienne de la croissance, c'est-à-dire du point de vue de la structure de production. Le banquier de Schumpeter est un *baron voleur* de l'époque de JP Morgan, un banquier d'affaire ou une banque d'investissement indépendant, qui traque les rentes produites par les innovations et les grands projets de développement (l'ère dite du *Finance capitalism*⁵⁹), dans un système d'étalon-or, et non une banque commerciale octroyant tout type de crédit et reliée aux marchés monétaire et financiers, l'ère du *managed money capitalism* qui est en fait le système de crédit pur du modèle de Wicksell. Celle-ci se caractérise par une distinction croissante entre l'actionnaire, le manager et les créanciers.

C'est cette différence qui fait que Schumpeter ne conclut pas explicitement à l'instabilité fondamentale des économies monétaires : dans chaque ère, un défaut n'a pas les mêmes conséquences sur le reste de l'offre de crédit. Chez lui, l'offre de crédit agrégée et désagrégée est la même, parce qu'un investissement entrepris a le temps d'être mené à son terme avant d'être réévalué. Parce que l'opacité de liquidité financière joue moins, le risque systémique est moins évident. « *Schumpeter's bankers financed the creative part of creative destruction* » (Minsky [1990-p.56]). Ainsi Minsky [1990 & 1993b] rappelle que les financiers de Schumpeter sont vus comme des 'éphores' du capitalisme, du nom des cinq magistrats de Sparte dont les pouvoirs de justice et de police s'exerçaient sur tous les citoyens, les rois compris, mais des éphores seulement si aucune autorité centrale n'oriente le processus de croissance. La doctrine monétaire de la banque centrale est bien ici aussi le cœur du régime de croissance. On peut ainsi relier Schumpeter à Keynes par le lien entre le principe de la demande effective et celui des grappes d'innovation, sans faire de contresens théorique.

⁵⁹ Défini comme '*the exploitation of positions of financial power for personal economic aggrandizement*'.

Dans le dernier chapitre de la TG, Keynes revient à D.H. Robertson qui propose d'enrayer le boom dès son origine en élevant le taux de l'intérêt. Cette politique monétaire active aurait, selon lui, l'avantage de la stabilité et peut-être, d'un équilibre de sous-emploi un peu plus élevé, puisqu'elle permettrait de remédier au *gâchis de la crise* et de réduire l'incertitude. Keynes explique son scepticisme quant à l'intérêt d'une telle politique en avançant deux arguments. Le premier est que l'incertitude est une notion micro et c'est elle qui fonde la macro, non l'inverse. Il s'ensuit que l'hétérogénéité des états financiers et la nature conventionnelle des anticipations font que les dynamiques macro sont guidées par les agents les plus instables et donc que pour être efficace et les 'casser', la politique monétaire devra fixer un taux d'intérêt supérieur au rendement anticipé par ces derniers. Wicksell avait entrevu le problème qui en découle : le risque est de toucher indifféremment tous les investisseurs, voire que la contraction du crédit affecte d'abord les plus stables, dont la solvabilité est la plus facile à juger. Le second argument reprend la critique schumpeterienne à l'égard de l'interprétation hayekienne des crises (cf. Encadré 5) : vouloir anticiper ces cycles a l'inconvénient de ne pas prendre en compte les avantages sociaux liés au supplément de consommation qu'induisent ces périodes de boom, les externalités positives exprimées à travers les théories des grappes d'innovations et du cycle du produit⁶⁰. Si l'économie est fondamentalement fluctuante parce que son progrès est fondé sur la spéculation de l'entrepreneur, au niveau agrégé de l'économie, il est possible qu'un investissement mal orienté soit plus avantageux que pas d'investissement du tout. La spéculation, et l'erreur d'anticipation, sont inhérentes à l'activité d'une économie capitaliste et le crédit n'est pas un vice. Pour reprendre Keynes, de la même manière que les *esprits animaux* des entrepreneurs-spéculateurs gouvernent leur prise de risque, l'instabilité financière fait intégralement partie du processus d'innovation. Ecraser les cycles revient tout simplement à étouffer la spéculation et contraindre une économie fondée sur le risque à agir comme une économie planifiée. Et si inversement, la période d'euphorie antérieure a été une vague d'innovations créant une grande hétérogénéité du capital productif, des politiques macro stabilisatrices, loin d'accroître le gâchis de la crise, comme le supposait Hayek, limitent l'influence amplificatrice des acteurs les plus instables sur le rythme de liquidation du capital au lieu d'entretenir, comme au cours de la Grande Dépression, l'abandon précoce pur et simple de grandes quantités de capital physique, leur dépréciation accélérée faute d'entretien, la destruction de capital humain et une longue atonie de l'investissement produisant un retard important dans le rythme de dissémination du progrès technique.

⁶⁰ Sur la Grande Dépression, voir par exemple Bernstein [1987], qui propose pour l'illustrer théoriquement, une modélisation reliant un modèle de cycle du produit à l'activité économique, qui agrège produits nouveaux, mûres et déclinants, et aux conditions de financement de l'investissement agrégé. Il montre ainsi qu'une dépression peut bloquer l'innovation et le passage de certains marchés émergés à un stade de maturité, les maintenant dans la fragilité.

- Pour reprendre l'avertissement formulé en introduction générale, l'incertitude fait que nous ne pouvons rien dire sur le niveau du sentier de croissance à long terme, mais seulement l'influencer à la marge. C'est ce que font les théories du long terme, mais partiellement, puisqu'elles supposent l'équilibre de plein-emploi. La théorie keynésienne des fluctuations conjoncturelles leur donnent un fondement et les complètent, puisque des politiques contra-cycliques incapables d'assurer le plein-emploi ou la stabilité monétaire d'une économie sur le court-moyen terme, n'assurent pas une allocation optimale des facteurs de production. Une bonne politique conjoncturelle assise sur une règle de paiement viable est la première condition d'un sentier de croissance à long terme élevé.

- Chapitre II -

Les grands principes du *policy-mix*

La politique conjoncturelle pour sortir de la crise d'anticipation

1. *Description de la crise : chute du rendement réel du capital, déflation & asymétries informationnelles*
2. *La politique monétaire : une réponse incomplète aux asymétries informationnelles*
3. *Gérer les asymétries informationnelles en reliant l'actif au passif de l'économie : le *policy-mix**

Chapitre II / La politique conjoncturelle pour sortir de la crise d'anticipations : les grands principes du *policy-mix*

- « - mais ils avaient le droit de faire ça ?
- pauv'con, le droit ! Mais dis toi bien qu'en matière de monnaie, les Etats ont tous les droits et les particuliers aucun ! »

Le cave se rebiffe, dialogues de Michel Andiard

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions

- On a vu que la notion microéconomique d'incertitude fonde la théorie de la monnaie-organisation, et scinde en deux le champ d'étude des fluctuations de l'activité : au champ micro traitant des conditions dans lesquelles le transfert de facteurs s'effectue –c'est le champ d'analyse de la règle de paiement et des innovations– s'associe le champ macro, où l'économie est fondamentalement instable, toujours en phase de transition vers un équilibre de long terme perpétuellement redéfini. C'est ce dernier champ qui nous préoccupe maintenant, celui de l'analyse des anticipations et de la politique conjoncturelle. La problématique de ce chapitre de transition est le *policy-mix*. Comment le définir et comment articuler entre eux les instruments monétaires et budgétaires qu'il regroupe ? Pour simplifier l'exposé, on suppose qu'il n'y a pas de dysfonctionnement dans les mécanismes microéconomiques du marché. Retranscrit dans un vocabulaire institutionnaliste, on dit que le régime financier organisant la propriété et son usage est cohérent et stable. Cette hypothèse simplificatrice ne correspond pas au cas de la crise japonaise et sera levée dès lors qu'on abordera la partie empirique de l'ouvrage.

- Dans un premier temps, on décrit la crise d'une économie monétaire dans la perspective keynésienne (1). En se saisissant des mécanismes de l'expansion économique mis en évidence ci-dessus, pour décrire la phase de crise, on va pouvoir cerner trois points fondamentaux pour la politique conjoncturelle : les conséquences d'une ample chute du rendement réel anticipé du capital, la définition de la dynamique déflationniste et le rôle du crédit dans la reprise. La deuxième partie (2) utilise ces trois éléments pour montrer que depuis les années trente, la politique monétaire ne peut plus à elle seule assurer la stabilité conjoncturelle. Une chute ample de la courbe d'efficacité du capital accroît les asymétries informationnelles dans l'économie au point de rendre impossible une relation financière stable. Or la politique monétaire ne suffit plus parce que son mode opératoire consiste à intervenir sur le seul passif des agents, comme pour le prêt en dernier ressort. Conceptuellement, la politique budgétaire doit alors être comprise comme une extension de la politique monétaire, capable

de réduire ces asymétries informationnelles plus directement, en modifiant immédiatement la liquidité de l'économie et la structure de son actif. Ces deux leviers macroéconomiques forment avec le prêt en dernier ressort les *institutions de la liquidité*, parce qu'elles sont l'expression macroéconomique de cette dernière fonction microéconomique : *la stabilisation des anticipations par la régulation de la liquidité des marchés*. La troisième et dernière partie (3) traite de l'organisation de ce *policy-mix* : quels objectifs donner à chacun des deux leviers monétaire et budgétaire de la politique économique et comment penser leur nécessaire coordination ? Il s'agira notamment de rappeler que le *policy-mix* n'est pas plus la somme de politiques monétaire et budgétaire autonomes que l'intérêt général est la somme des intérêts particuliers. Interdire leur coordination hors-marché implique que des crises d'anticipation peuvent ne pas être résolues, donc que la permanence de l'organisation monétaire n'est pas assurée.

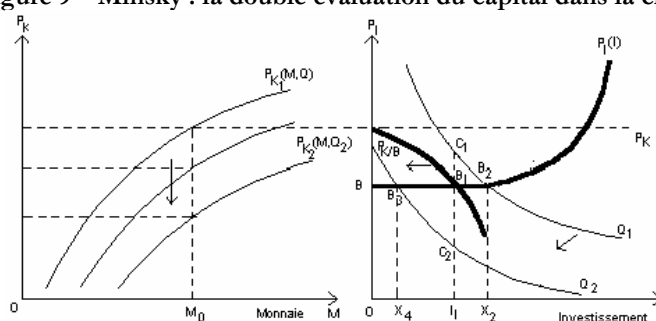
- Ce chapitre de transition pose donc les marques pour l'analyse empirique qui va suivre, marques à partir desquelles on montrera qu'au Japon, les dysfonctionnements microéconomiques entretenus par l'instabilité bancaire ne justifient pas à eux seuls le bilan macroéconomique déplorable. Il faudra invoquer l'absence de vision d'ensemble du *policy-mix*. On retrouvera la présentation originale faite ci-dessous du développement logique et historique des institutions de la liquidité –PDR, monnaie, budget–, lorsqu'il s'agira d'expliquer pourquoi les difficultés rencontrées par le Gouvernement des Etats-Unis dans les années trente, et qui sont en apparence les mêmes que celles rencontrées par le Gouvernement japonais, étaient liées à l'histoire, tandis que dans le second cas, elles tiennent davantage de l'aveuglement doctrinal.

1. Description de la crise : chute du rendement réel du capital, déflation & asymétries informationnelles

- On veut souvent trop faire dire aux auteurs de référence. Minsky [1975], comme Fisher [1933] précisent qu'il n'y a pas un enchaînement typique de la déflation. Dès lors que le retournement est imprévisible et peut être déclenché par une convergence fortuite d'événements ordinaires, les enclenchements récessifs prennent des formes variées, qui dépendent de la nature de ce retournement, du cadre institutionnel de l'économie, de l'environnement politique, international, etc. C'est ce qu'on a vu dans la troisième partie du chapitre précédent : dans la crise, les agents butent sur leurs contraintes budgétaires, faisant ressortir les caractéristiques institutionnelles du régime monétaire et financier, dans la détermination des comportements marginaux. On voit comment les graphiques de la double évaluation du capital de Minsky (Figure 9), déjà introduits, décrivent la crise.
- A la suite d'une dégradation des perspectives macroéconomiques, l'ampleur et la brutalité avec laquelle la PPL des agents s'élève dépend des fragilités financières accumulées. Le rythme d'investissement pâtit d'un durcissement des normes de structure du passif, de sorte que conformément au principe de la demande effective, le revenu global s'avère inférieur à son niveau anticipé *ex-ante*, et le niveau effectif du risque, supérieur. Chaque agent se replie sur la liquidité, focalise son attention sur la qualité des actifs et non plus, comme en période d'euphorie, sur celle

des passifs. Assez tôt, la convention financière durcit les normes d'endettement et s'impose à un nombre croissant d'acteurs. Le désendettement implique la liquidation d'actifs par cession et l'extinction anticipée des créances, de sorte que la taille des bilans se contracte sans parvenir à la réduction souhaitée de la dette. Dans le graphique de droite ci-dessous, la déflation par la dette correspond à un prix P_K de demande de capital inférieur au prix d'offre au point de rencontre entre la courbe d'offre et la capacité d'autofinancement anticipé *ex-ante* Q_1 , désignée à présent, par convenance, comme le rendement réel anticipé du capital⁶¹.

Figure 9 – Minsky : la double évaluation du capital dans la crise



- Sur le graphique de gauche, la révision à la baisse des perspectives de rendement d'exploitation, à liquidité inchangée, réduit la valorisation anticipée du capital, soit une baisse de la courbe P_K . Or ceci a un impact à la fois sur les courbes d'offre de capitaux des prêteurs et de demande des emprunteurs sur le graphique de droite. Le prix de demande baisse alors que le prix d'offre ne le peut pas, compte tenu des capacités déjà accumulées. Pour rétablir la rentabilité des producteurs de biens capitaux, ne pas investir ne suffit plus. Il faut liquider avant la fin de leur période d'amortissement des actifs déjà constitués, d'où une nouvelle baisse de P_K . Il n'y a alors désendettement que si l'investissement agrégé est inférieur au niveau permis par la courbe Q_1 . Au niveau I_1 , chaque agent espère qu'en se situant sous la demande (sous ses perspectives de cash-flows) il va pouvoir accroître ses marges bénéficiaires grâce à la pression sur les prix exercée par le déséquilibre offre/demande⁶². Les cash-flows anticipés individuellement sont, au niveau agrégé, OBB_2X_2 . Une partie seulement est prévue d'être affectée à l'investissement (OBB_1I_1) et une autre au désendettement ou à l'acquisition d'avoirs liquides ($I_1B_1B_2X_2$). Ceci implique, pour les producteurs de biens capitaux qui s'étaient endettés dans la période antérieure, qu'ils vont devoir réduire plus rapidement encore leurs capacités de production. La chute de la demande de biens

⁶¹ Voir note de bas de page n°24 pour une définition exacte de la courbe Q .

⁶² Sur le graphique de droite, comme il n'y a pas d'accroissement net de la demande de financement externe, et qu'au contraire Q baisse, la courbe de risque des prêteurs n'est plus prise en compte. N'est active que celle de l'emprunteur investisseur, qui synthétise le rendement anticipé non plus sur l'investissement à venir, mais sur le capital constitué. Cela ne veut pas dire que les banques n'ont plus d'influence. Mais que l'évaluation des actifs est dominée par les contraintes courantes de liquidation.

capitaux s'accélère, résultant d'un côté, du rapprochement de la courbe P_K et de l'autre de la sensibilité croissante de P_I aux changements de la demande de biens d'investissement, du fait de l'illiquidité croissante des producteurs d'actifs. La liquidité de l'économie diminue en effet en relatif –la liquidité perçue des actifs– et en absolue, avec la destruction monétaire produite par le désendettement. Sur le graphique de gauche, la courbe de demande agrégée de biens capitaux s'abaisse encore et à droite, la forte pression sur le secteur intermédiaire se traduit par une chute du rapport de P_I au prix des biens courants P_C , tandis que l'accélération de la chute du prix de demande d'investissement exprime aussi la dévalorisation de son propre capital.

Le comportement de désendettement, plus généralement, suivant l'expression de Keynes, *le regain pour la thésaurisation des liquidités* implique, sauf soutien du budget public où des exportations, que la demande globale et donc le revenu sont inférieurs aux anticipations. Les cash-flows anticipés individuellement sont systématiquement surestimés. Sur la graphique de droite, la courbe Q_2 exprime les cash-flows effectivement perçus et le point B_3 le point effectif de rentabilité de l'investissement. A ce niveau, la situation financière des agents s'est fortement dégradée. Le poids relatif des charges de la dette au lieu de baisser de C_1B_1/I_1B_1 , s'est élevé à C_2B_1/I_1B_1 , et leur capacité de désendettement, mesurée en terme de cash-flows effectivement perçus (OBB_3X_4) s'est réduite involontairement. C'est la déflation par la dette : une baisse du niveau nominal des charges plus lente que celle des revenus. La réalisation de cash-flows inférieurs à ceux anticipés détériore les perspectives de cash-flows à venir et accentue l'effort de désendettement. ***Le rythme de propagation de la crise dépend alors beaucoup du niveau initial de confort des marges***, i.e. de la vitesse de chute de la courbe Q , proxy de la rentabilité marginale du capital.

- La dégradation des états financiers est mesurée par l'ampleur de l'écart positif entre le taux d'intérêt réel de la dette –qui mesure maintenant le risque économique– et le taux de croissance. En déflation, la baisse des prix domine la formation du taux réel, de sorte que les agents perdent de plus en plus la maîtrise de leur politique de risque. ***L'activité prioritaire devenant la sauvegarde par liquidation anticipée des actifs, ils se focalisent moins sur les performances d'exploitation que sur leurs structures de bilan.*** On passe en quelque sorte de la dynamique de la liquidité entretenue par la révision de la solvabilité de Minsky, à la crise de la solvabilité entretenue par la recherche absolue de la liquidité de Fisher. Si on reprend les équations définissant les prix d'offre et de demande de capital définies en 2.2.1.(a), quand on atteint une situation pareille, l'incertitude extrême renvoie à un horizon d'anticipation T quasiment nul. Le point mort de rentabilité du capital constitué est donc très élevé (hausse du P_I de l'équilibre financier). En même temps, l'absence d'horizon implique que le différentiel entre le taux d'intérêt de la dette et le rendement anticipé n'a plus d'importance dans la dynamique macro.

La valorisation financière des actifs est impossible. Dans une course à la liquidité, les questions sur la rentabilité du capital deviennent secondaires. Le prix d'offre du capital P_1 proposé par leurs producteurs colle au prix demandé P_K , lequel se rapproche d'une valeur théorique nulle. L'écart entre ce prix de cession forcée, par le besoin absolu de liquidité, et le point mort de rentabilité du capital défini dans la période antérieure –quand T n'était pas nul– correspond aux pertes des entrepreneurs et à la dégradation des actifs bancaires.

Il peut y avoir des pauses dans les désordres financiers, comme ce fut le cas pendant quelques mois, au cours de la Grande Dépression, en 1932, après la seconde crise bancaire nationale, provoquée par la crise de la livre Sterling. Si à la suite de ventes forcées, des prix d'actifs ont beaucoup chuté, exagérant l'impact d'une contraction de l'activité, une correction temporaire peut être déclenchée grâce à un apport de liquidités du système financier, ou si ces ventes forcées profitent à des agents situés dans des secteurs ou lieux géographiques moins sinistrés, les *Islands of orders* de Fisher. Un cycle court des stocks peut se former dans lequel la gestion courante de la production n'est pas paralysée⁶³. La demande effective continue pourtant de se contracter, les anticipations de cash-flows d'être déçues et la préférence pour la liquidité, qui n'a pas eu le temps de baisser, va reprendre sa hausse, accélérer le désendettement et la destruction monétaire induite. Le glissement de la courbe Q loin à gauche le long de P_1 décrit une hausse des taux réels et donc, exprime aussi un accroissement des asymétries informationnelles. C'est leur niveau élevé qui empêche l'arrêt du **désendettement, de sorte que celui-ci ne cesse que si l'apport de liquidité permet une réduction substantielle de la prise de risque.**

- Alors qu'est-ce qu'une spirale déflationniste ? On a vu que dans la terminologie keynésienne, les prix de cession des producteurs sont des prix de réserve, parce qu'ils sont individuellement établis comme des quasi-rente à la Schumpeter. Ce sont des paris sur l'avenir, le pari étant le poids des charges d'exploitation et d'endettement acceptées, et le taux de marge appliqué dessus. Une fois les paris fixés, en résultent des volumes échangés et leur synthèse macroéconomique dans le niveau des prix à la consommation. Des anticipations de prix déçues sont des paris perdus, donc une dégradation de la situation financière et d'une manière générale, un défaut et une hausse du risque économique pour les prêteurs. En ce sens, la désinflation comme l'Europe l'a connue dans les années quatre-vingt est tout aussi néfaste que la déflation sur le plan de la dynamique économique, à ceci près que cette dernière correspond à un stade supérieur de détresse économique. **La spirale déflationniste décrit l'impact non nul, sur les anticipations de baisse des prix, d'un écart négatif observé entre le niveau effectif des prix et celui**

⁶³ ...au sens où l'on est sorti d'une gestion d'urgence de la solvabilité pour se focaliser sur la rentabilité des actifs.

anticipé initialement. Les anticipations de baisse des prix expriment une hausse du risque perçu. Le danger ne réside donc pas tant dans la baisse des prix que dans l'ancrage d'anticipations de baisse des prix (cf. Brender & Pisani [2003]).

- Conclusion

La consolidation de la dette est possible si P_K diminue pour couper P_1 au point B_1 sans entraîner simultanément une baisse importante des profits. En investissant I_1 , les entreprises réduisent leur ratio endettement et atteignent le niveau souhaité. Comme la chute de l'investissement rend ce scénario improbable, pour soutenir les profits et rompre les enchaînements illiquidité/insolvabilité, il faut un ajustement hors-marché : la politique économique.

L'objectif prioritaire de la politique conjoncturelle est de maintenir l'investissement nominal élevé en dépit d'une hausse de la courbe d'offre des biens capitaux, résultant du relèvement de la PPL des prêteurs et producteurs de capitaux et de surcapacités du côté de l'offre. Pour cela, le décideur public doit favoriser la réappréciation des quasi-rentes anticipées et du facteur d'escompte appliqué aux quasi-rentes pour valoriser le capital –réduire le prix du temps–. Ces deux éléments réduisent les asymétries informationnelles et restaurent la dynamique d'endettement. L'objectif initial de la politique économique est donc de relever la part des profits dans le PIB sans que celui-ci ne baisse.

Mais stabiliser l'investissement ne suffit pas. Si des capacités de production excédentaires demeurent, l'investissement ne doit pas seulement être soutenu, il doit augmenter. A mesure que le choc est absorbé, l'enjeu de la reprise change : la résorption des surcapacités, notamment sur le marché du travail, ne doit pas provoquer un emballement précoce de l'appréciation des salaires nominaux. Cela créerait un nouveau choc négatif sur la courbe d'offre P_1 . Il faut donc que les quasi-rentes anticipées croissent à un rythme parallèle au rythme de croissance du revenu de plein-emploi, ou que leur croissance soit indexée à celle des coûts salariaux dans le revenu, avec un *mark-up*. Comme les quasi-rentes ne peuvent pas croître de manière illimitée en proportion du revenu, nécessairement, la hausse des coûts salariaux dans l'offre de biens d'investissement en plein-emploi, doit être compensée par la hausse générale des prix, par de l'inflation.

2. La politique monétaire : une réponse incomplète aux asymétries informationnelles

- La chute de la courbe d'efficacité du capital décrit un accroissement des asymétries informationnelles bloquant la stabilisation puis la reprise de l'endettement. La politique monétaire est une extension macro de la fonction du prêt en dernier ressort et à ce titre, elle n'apporte pas une solution complète à une situation de fortes asymétries informationnelles –i.e. de taux réels élevés– (2.1.). Le développement du capitalisme et de la finance amplifient les fluctuations de la courbe d'efficacité du capital, impliquant que pour atteindre son objectif, la politique contra-cyclique doit inventer un nouveau mode d'intervention capable de réduire efficacement les asymétries informationnelles : l'activisme budgétaire (2.2.).

2.1. Le traitement du passif de l'économie par la banque centrale : la politique monétaire, une extension du PDR

● L'institution microéconomique qu'est le prêteur en dernier ressort (PDR) veille à empêcher la réalisation du risque systémique au sein du système de paiement. En garantissant la liquidité du système bancaire et des marchés monétaires et financiers centraux, il garantit la continuité du système de paiement, c'est-à-dire la qualité de liquidité absolue conférée aux actifs monétaires. Il intervient quand une institution financière est suspectée ou tombe effectivement en défaut et menace d'entraîner des défauts en chaîne et une épidémie de faillites, compte tenu de la densité des interdépendances financières (canal du crédit), ou d'une manière générale, quand l'incertitude radicale émerge – crise d'autoréférentialité – et rend impossible l'affichage des prix (canal informationnel⁶⁴). Le PDR consiste donc à assurer la liquidité d'une institution active dans le marché, à ouvrir pour des montants potentiellement illimités la fenêtre de l'escompte de la banque centrale et/ou à intervenir directement dans le marché par des opérations d'*open-market*. Parce que la banque centrale seule peut créer de la liquidité en quantité illimitée, elle seule bénéficie de la crédibilité nécessaire sur le marché pour que ses prix d'intervention soient perçus comme ceux du marché. Enfin, pour éviter que ces interventions soient anticipées et n'engendrent un risque moral, elles doivent être exceptionnelles, de courte durée et coûteuses pour les bénéficiaires, qui doivent être solvables (Bagehot [1873])⁶⁵. Ces conditions sont rarement rassemblées et pour être efficace, le PDR doit s'appuyer sur l'institution de la faillite, ces deux institutions se complétant (cf. Chap. IV – 1.1.2.).

Historiquement, cette fonction de PDR est apparue avant celle de régulation macroéconomique. Avant que les banques centrales se dotent d'un objectif d'inflation et/ou d'activité, elles ont été pensées comme des chambres de compensation entre banques dotées de pouvoirs complémentaires, comme la capacité d'émettre leur propre dette pour des montants limités, la plupart du temps plafonnés à un pourcentage du stock d'or. La nécessité de garantir la liquidité bancaire fait que dans la plupart des cas, les banques centrales ont été amenées à accepter l'escompte d'autres effets que les leurs et surtout, à suspendre temporairement les plafonds d'émission de leur monnaie centrale. La Fed fait exception à cette régularité empirique jusque 1935, et on montre plus bas que cette méconnaissance du bien public qu'est la liquidité bancaire a justement été une des sources majeures de la crise. Quoiqu'il en soit, cette conception réduite du

⁶⁴ Plus précisément, le canal informationnel distingue la contagion pure, qui affecte tout le système financier, de la contagion mimétique –*noisy contagion*–, qui affecte une ou un groupe d'institutions financières ayant les mêmes caractéristiques (voir Aharoney et Swary [1983]). Quand au canal du crédit, il est formellement identifié, dans les statuts des banques centrales, par l'insertion dans la définition légale du prêt en dernier ressort, de l'obligation de financer les procédures de faillites bancaires et des institutions financières, conduites par l'autorité prudentielle.

⁶⁵ On peut se référer à Schoemaker [1996] pour une revue de la littérature sur le prêt en dernier ressort.

rôle des banques centrales conduisait celles-ci à fixer leurs taux monétaires par rapport à leurs capacités d'escompte principalement –i.e. la couverture or–, de sorte qu'il y avait peu ou prou assimilation entre la politique monétaire et le PDR. Pour ce qui nous intéresse, nous dirons que la politique monétaire a été d'abord construite comme une extension de l'institution microéconomique qu'est le prêt en dernier ressort.

● ***La nécessité de dissocier explicitement ces deux fonctions est apparue dans les années trente avec celle d'abandonner le régime d'étalon métallique.*** Il a alors fallu ancrer le régime de crédit pur sur un objectif de régulation macroéconomique confié à la banque centrale. D'un côté, la politique monétaire est une institution macroéconomique, puisqu'il ne s'agit pas de garantir la continuité des paiements à court terme –c'est la définition micro de la liquidité absolue de la monnaie–, mais à long terme, en préservant les fonctions d'unité de compte et de réserve de valeur de la monnaie⁶⁶. De l'autre, les deux institutions suivent le même modèle opératoire : l'apport de liquidité inconditionnelle et dans le marché, donc sans intervention du côté de la structure des actifs, ou plus précisément, sans capacité de contrôle de l'actif. Fondamentalement, la distinction entre les deux institutions est l'horizon temporel, très rapproché pour le premier –la gestion du risque systémique menaçant directement le système de paiement– et éloigné pour le second –la défaillance des marchés au sens de l'instabilité intrinsèque de l'économie–, d'où des significations opposées des prix d'intervention –i.e. du prix d'accès à la monnaie-organisation– : une *pénalité* pour le premier, un *plancher du rendement nominal du capital* pour le second. Mais tandis que l'efficacité des deux fonctions est assise sur une règle de paiement dure –i.e. sur l'institution de la faillite–, cette condition ne suffit pas à assurer l'efficacité de la politique monétaire en tout temps. La banque centrale ne peut définir qu'un rendement plancher du capital et non le rendement du capital, parce qu'une condition de viabilité de l'organisation monétaire est que la politique monétaire ne crée pas de risque moral chez les agents dont la banque centrale accepte l'escompte des effets. Elle ne peut donc asseoir ses opérations de politique monétaire que sur des effets d'agents dont elle contrôle ou est sûre de la solvabilité : l'Etat. D'une manière générale, l'extension de la politique monétaire aux prix d'actifs dépend (a) du risque moral induit –i.e. le monnayage non-viable du capital– et (b) du risque de rejet de la monnaie en cas de concurrence monétaire⁶⁷. Comme ces risques croissent d'autant plus que la chute de la courbe d'efficacité

⁶⁶ C'est aussi pour cette raison que le débat sur le prêt en dernier ressort a commencé par celui sur la viabilité du *free-banking*, qui exclu l'idée de politique monétaire en vertu du rejet de la fonction de prêt en dernier ressort, par rapport au système bancaire hiérarchisé, qui implique de manière indissociable une politique monétaire, un prêteur en dernier ressort et une institution spécifique de la faillite. Dans la littérature sur le *free-banking*, rejetant l'hypothèse des fondations légales de la monnaie, voir par exemple Selgin [1991] ou Dowd [1989]. (cf. aussi Chap. I – 1.5 & 3.3.).

⁶⁷ Quand l'assouplissement de la politique monétaire est motivé par la fragilisation rapide d'une catégorie d'acteurs ou de prix d'actifs pesant anormalement sur la stabilité macroéconomique, ou quand la banque centrale acquiert un

marginal du capital appelle à ces interventions –le niveau élevé des taux d'intérêt réels correspond à d'amples asymétries informationnelles–, les banques centrales ne peuvent pas en général accumuler des risques privés pour soutenir les prix dans les cas de crise. Par contre, il est possible d'accumuler des risques de taux sur la dette publique si l'organisation du *policy-mix* évite l'effet d'aubaine sur le Gouvernement.

On tire donc deux conclusions (i) le pendant de la faillite au niveau macroéconomique est le dialogue banque centrale/gouvernement dans le cadre du *policy-mix*. On y revient plus bas ; (ii) la banque centrale n'a qu'une influence indirecte sur la formation des taux réels, c'est-à-dire sur l'évolution des asymétries informationnelles, à travers les taux planchers que sont les rendements des actifs publics.

• ***Cette influence indirecte est a fortiori instable sur les taux réels implique qu'une condition cruciale d'efficacité de la politique monétaire est d'agir précocement***, en amont du cycle : anticiper la chute des prix des biens finaux en observant les mouvements des prix des biens capitaux, c'est-à-dire des prix d'actifs. Ceci vient autant de la lenteur des délais de transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie que de la mobilité de la courbe d'efficacité du capital. Mais cette efficacité n'est pas garantie si les fragilités financières accumulées sont grandes⁶⁸. Or la borne de taux zéro fait d'une stratégie de baisse ample des taux monétaires une *arme à un coup*. Toute baisse du taux d'intérêt r diminue de son carré l'aptitude des gains courants issus de la non liquidité à servir de 'prime d'assurance' contre le risque de perte en capital ($U(\Delta R) = -(r)^{1/2}$). Plus on s'approche du taux zéro, plus les gains en capital attendus d'une nouvelle baisse des taux sont faibles et l'incitation à en acquérir disparaît. Cette remarque fonde la trappe à liquidité : l'accroissement de la liquidité bancaire opéré par un rachat de dette publique baisse le taux de rendement correspondant mais se répercute de moins en moins fort sur le reste de la courbe des taux, donc sur les taux réels. Elle vaut pour les rachats de titres monétaires, comme pour les rachats de titres longs à un prix ciblé. Ces dernières opérations, qui garantissent

risque de crédit, pour que le risque moral induit soit neutralisé, il faut que la règle de faillite s'applique *ex-post* à leurs bénéficiaires. Quand ce n'est pas le cas, la banque centrale peut légitimement refuser d'étendre son champ d'intervention, au motif qu'une pratique de monnayage du capital générant un risque moral remet en question la viabilité du système monétaire. Seul le risque de défaut bancaire l'y contraint. Quand c'est le cas, la politique monétaire a alors explicitement pour objectif, non plus l'inflation, mais à plus court terme, la survie du système bancaire, dont elle soutient la solvabilité en manipulant ses taux. La manipulation des taux court et long s'apparente à une manipulation du facteur d'escompte servant à la valorisation des actifs. En les baissant, la banque centrale élève le facteur d'escompte et éloigne la frontière d'endettement maximal –définie comme la somme actualisée des charges de la dette–, i.e. le moment à partir duquel une créance peut être considérée comme douteuse. C'est ce qui s'est passé au Japon à partir de 1995. L'insolvabilité bancaire non sanctionnée par la politique prudentielle confond *de facto* l'objectif macro avec celui micro de préservation de la continuité du système de paiement.

⁶⁸ Le mode de calcul des pertes bancaires, dit Keynes [1931], n'a pas un impact direct, mais indirect sur l'offre de crédit, via une forte propension à la liquidité, qui fait monter le taux débiteur : après la baisse des prix d'actifs, « (...) rien n'apparaît à la surface et il n'existe aucun motif de panique aussi longtemps que les banques sont en mesure d'attendre calmement des temps meilleurs et de fermer les yeux pour le moment sur la dégradation des gages qui ont servi auparavant à garantir les prêts. Cependant il est probable que, même à ce stade, la situation latente produira un effet défavorable sur le lancement de nouvelles affaires. Constatant que bon nombre de leurs avances sont en réalité gelées et entraînent un plus gros risque latent qu'elles ne sont disposées à courir, les banques deviennent extrêmement soucieuses de garder le reste de leurs ressources sous une forme aussi liquide et aussi sûre que possible. »

des taux courts nuls sur un horizon éloigné, étendent les capacités d'influence de la banque centrale en reportant le problème posé par la barrière de taux zéro des taux monétaires sur des maturités plus longues. Elles peuvent donc réduire les asymétries informationnelles sur des opérations de financement à moyen terme. Leur impact est cependant limité, si ces asymétries sont déjà élevées, parce que dans les conjonctures de taux réels élevés, les taux longs de référence sont par définition déjà bas. On étudie en détail ce type de politique dans le cas du Japon, dans le troisième et dernier chapitre de cette partie.

Pour l'heure, ***on conclut que la baisse des taux de référence peut ne pas suffire à compenser la hausse des primes de risque.*** Il faut alors intervenir directement dessus, ce que la politique monétaire ne peut pas faire. Il faut substituer à la problématique de la régulation des fluctuations par la politique monétaire, celle de l'organisation du *policy-mix*, c'est-à-dire l'introduction de l'instrument budgétaire et son rapport à la politique monétaire. Cette présentation de la régulation conjoncturelle comme un enjeu de gestion des asymétries informationnelles, permet de clarifier la frontière d'efficacité de la politique monétaire, comme la capacité de la banque centrale à dissocier son objectif macroéconomique de sa fonction de PDR. Plus généralement, elle donne une bonne intuition de la capacité de la politique monétaire à stabiliser l'économie suivant que la règle de paiement éloigne ou rapproche les risques moraux associés aux asymétries informationnelles. Elle permettra plus bas d'expliquer que derrière le jeu du multiplicateur de la dépense, qui fonde la politique budgétaire, il y a l'idée plus générale que celle-ci peut résorber les asymétries informationnelles en intervenant sur l'actif de l'économie.

2.2. *La gestion des asymétries informationnelles, l'enjeu crucial du capitalisme depuis les années trente*

- Le danger que la politique monétaire se révèle insuffisante pour réguler la conjoncture n'a pas été évoqué chez les auteurs hétérodoxes qui ont 'découvert' la dimension macroéconomique de la politique monétaire, comme Wicksell et Fisher. La théorie de la monnaie sur laquelle ils s'appuyaient – et distordaient – excluait la détermination monétaire de la courbe d'efficacité du capital. En un sens, ils promouvaient une politique macroéconomique sans fondation théorique, dont l'objet était alors difficile à définir. La doctrine keynésienne de la liquidité apporte ce socle. On voit ici pourquoi l'arrivée du capitalisme à l'âge mur, dans les années trente, en faisant apparaître des besoins de régulation de la liquidité, contraint les théoriciens à revenir sur le dogme de la neutralité de la monnaie.
- ***Avant la Grande Dépression***, nous dit Keynes [TG 21-7] en réduisant la couverture-or, en permettant le développement de la monnaie bancaire, ou en ajustant le salaire monétaire, on pouvait arriver à ce que la quantité de monnaie mesurée en terme de ce salaire croisse suffisamment pour satisfaire la hausse de la PPL, sans que les taux d'intérêt qui la reflètent

tombent en dessous d'un *minimum critique*. Dans l'ensemble, les salaires tendaient à croître de manière régulière, mais l'efficacité du travail croissait aussi (sic). Il y avait ainsi, écrit-il, *un équilibre des forces antagonistes*, qui assurait une stabilité des prix et qui s'expliquait, sur le plan réel, par des groupes d'employeurs assez puissants pour empêcher le salaire de croître plus vite que le rendement de la production, et par un modèle concurrentiel encore trop jeune pour effacer le modèle de développement industriel fondé sur la conquête de rentes monopolistiques. Quand aux systèmes monétaires, leur ancrage sur un stock d'or limitait, au niveau mondial, l'ampleur des contractions monétaires à la quantité de monnaie non couverte par ce stock. Ils étaient également à la fois assez souples et permanents pour fournir une abondance moyenne de monnaie relativement adéquate⁶⁹, et pour maintenir ainsi le taux d'intérêt moyen au niveau le plus bas qui soit acceptable pour la PPL des détenteurs de capitaux. Le tout assurait une courbe d'efficacité marginale du capital en moyenne élevée, que les périodes déflationnistes faisaient tomber à un niveau insuffisant pour entrer dans un schéma de recherche absolue de la liquidité.

Les développements de la monnaie bancaire et des marchés financiers ont amplifié les fluctuations de la liquidité et de l'offre de financement très au-delà de ce que permet un système monétaire international purement métallique, de sorte que son effondrement pendant les crises peut rapidement faire apparaître des taux réels très élevés, avec pour conséquence des asymétries informationnelles insurmontables, paralysant l'activité et excluant toute reprise par afflux de capitaux. C'est cet effet que Wicksell relevait en concluant à l'instabilité du régime de crédit pur. Par ailleurs, *le développement industriel* des économies, leur évolution vers un modèle fordiste, avec la consommation de masse et l'extension du salariat, ont à la fois rigidifié à la baisse du niveau des salaires nominaux, et intensifié la concurrence, en éliminant les rentes de situation. Si d'un côté, la rigidité des salaires nominaux et l'assurance chômage atténuent la réaction de la courbe de productivité marginale à des crises monétaires potentiellement plus violentes, de l'autre, avec la concurrence, la solidité des marges des entreprises, comme celle des financeurs, s'est étiolée, et le niveau normal de cette courbe s'est structurellement abaissé. Ceci implique que si les mouvements du niveau général des prix ne sont pas maîtrisés, le taux d'intérêt moyen compatible avec un niveau raisonnable de l'emploi, c'est-à-dire de rendement réel anticipé de l'investissement, peut être tellement inacceptable pour les détenteurs de richesse, qu'il est impossible de l'établir par des opérations classiques de manipulation du taux d'intérêt monétaire. Ces mutations des systèmes monétaire et de production accroissent la sensibilité des comportements individuels à la liquidité, amplifiant les fluctuations des cycles financiers. On rejoint le propos de la section 3.1.2. du premier chapitre : les propriétés de stabilité d'une

⁶⁹ Contamin & Denise [1999] sur les mécanismes stabilisateurs de l'étalon-or avant 1914.

économie sont liées au degré de développement de la concurrence dans l'offre de financement et dans l'activité réelle puisque celle-ci détermine le mode de formation des prix et en amont, la *solidité des marges*. Plus celles-ci sont faibles, plus les interdépendances entre agents sont fortes, les anticipations instables, leurs fluctuations amples et brutales, et par conséquent, plus les taux réels peuvent vite s'élever à des niveaux paralysant tout projet d'investissement et que la baisse des taux nominaux ne parviendra pas à compenser. Loin de stabiliser l'économie, la maturité appelle l'émergence de nouveaux instruments de régulation.

- Dans cette optique, ***la Grande Dépression serait alors la première crise de l'époque contemporaine***. Elle aurait inauguré –pour schématiser– le passage du modèle de l'entrepreneur aventurier et du banquier d'affaire-flibustier de Schumpeter, dans lequel la monnaie n'est pas la question dominante parce qu'elle est capable de réguler l'activité, à celui du marché concurrentiel standard de Ford et de la banque commerciale de Keynes, où la monnaie devient le problème central, parce que les taux monétaires d'intervention ne sont plus capables de réguler seuls l'activité. Ce n'est pas qu'entre temps la monnaie a changé dans sa conception, mais qu'une réflexion sur celle-ci est devenue incontournable. La nécessité de faire apparaître des taux nominaux négatifs pour soutenir la PPL des investisseurs est précisément le point d'inflexion de la Grande Dépression et on peut le situer à partir de la première grosse crise bancaire (nov.1930-janv. 1931). Quand le prix de demande des capitaux chute avec le renversement des anticipations, pour que le prêteur fasse le sacrifice de sa liquidité, il faut retrancher du faible gain attendu par l'emprunteur sur son efficacité marginale du capital, les coûts d'exploitation, les charges fiscales et la prime exigée par les prêteurs pour couvrir le risque et le facteur d'actualisation de l'incertitude. Si le rendement net obtenu est négatif, il faut autre chose que la politique monétaire classique. La forte volatilité du rendement anticipé du capital⁷⁰ peut faire en sorte qu'assez vite, aucune manipulation du taux monétaire ne compense l'impact de la réévaluation générale des risques sur les taux débiteurs bancaires et sur les prix d'actifs, pour que le marché des capitaux fonctionne.

- S'il avait seulement fallu justifier la politique budgétaire, on aurait pu s'en tenir à la section 2.1. Mais la Grande Dépression, étudiée plus bas, est considérée comme la première crise moderne, au sens où c'est une ***crise de maturité des institutions de la liquidité***: de la banque centrale, dont les statuts sont refondus en 1935 pour expliciter sa dimension de bien public, et du budget fédéral, en plein essor sur la décennie. L'extension de ces institutions de la liquidité, du PDR à la

⁷⁰ Cette volatilité peut venir d'une forte sensibilité du passif moyen et/ou d'une forte dispersion de cette sensibilité à la conjoncture financière (fort effet de levier, dette à court terme, etc.), et d'une forte dispersion de l'efficacité du capital physique, comme c'est le cas quand des innovations technologiques majeures rendent obsolètes un grand nombre de biens de production déjà accumulés.

politique monétaire puis budgétaire, n'est pas une construction logique établie *ex-post*. C'est aussi un processus historique né de la nécessité, et qui fût plus ou moins bien accepté par les mentalités de l'époque. On verra plus bas que cet argument de type *dépendance au sentier* (*path dependency*) est même le meilleur pour expliquer la difficulté des Etats-Unis à sortir de la crise sur 1933-38

3. Gérer les asymétries informationnelles en reliant l'actif au passif de l'économie : le *policy-mix*

- Dans une première partie (3.1.), on tire de la théorie monétaire une définition du *policy-mix* et on montre que l'utilisation des leviers monétaire et budgétaire ne se différencie pas par leurs objectifs macro, qui sont les mêmes, mais par leurs canaux d'intervention. En tant qu'institution de la liquidité, la politique budgétaire n'a pas une influence indirecte et retardée sur le taux réel au passif de l'économie, comme la politique monétaire, mais immédiate, en modifiant directement le niveau du revenu disponible privé. Alors que les banques décident seules comment répercuter les mouvements du taux monétaire, la composition du budget influence directement le processus d'allocation des facteurs à l'actif de l'économie. Comme notre définition du *policy-mix* rejette les règles systématiques de comportement de ces instruments, qui font office de mode de coordination entre eux, elle suggère d'y substituer des principes d'organisation capables de régir leurs relations. On les définit d'abord pour la politique monétaire, en montrant qu'elle se place, par nature, sur un horizon long, et que sa mission consiste à rendre celui-ci crédible : elle assure l'ancrage dans le régime monétaire (3.2.). La politique budgétaire est alors encadrée par les conditions de coopération de la banque centrale, fondées sur son jugement de la capacité du budget à réduire les asymétries informationnelles efficacement et de manière à assurer l'allocation optimale des facteurs (3.3.).

3.1. Penser le *policy-mix* comme la continuité du pouvoir monétaire du Prince

- Le développement du capitalisme a mis en évidence, presque simultanément, la dimension macroéconomique de l'action de la banque centrale et sa capacité de régulation conjoncturelle limitée, justifiant l'essor de la politique budgétaire. Mais ***rien ne permet de conclure que l'instrument monétaire doit être affecté exclusivement à la stabilité des prix et l'instrument budgétaire à la croissance***⁷¹. Une telle distinction dérive du principe de la *Theory of Finance* de Tinbergen –un instrument/un objectif– abusivement appliqué à la politique conjoncturelle. Cette affectation d'objectifs suppose que la banque centrale est capable de contrôler directement l'offre de monnaie et que celle-ci entretient une relation stable avec le niveau général des prix. Dans un environnement déréglementé, elle se fonde sur la théorie dichotomique classique de parfaite dissociation des sphères réelle et monétaire, dissociant les

⁷¹ Cette affectation dépend aussi du régime de change. Comme cette problématique est étrangère aux préoccupations qui touchent à la crise japonaise, on l'écarte de la discussion, ou plus précisément, on se place en change flottant.

théories de la croissance et de la fluctuation du niveau général des prix. Derrière cela, il y a l'idée que sans se coordonner, le gouvernement et la banque centrale peuvent chacun de leur côté concourir à l'émergence de la meilleure solution de *policy-mix*, s'ils sont à la fois totalement transparents et s'en tiennent exclusivement à leurs objectifs respectifs assignés⁷². Ceci revient à dire que le budget public n'est pas une institution de la liquidité et par conséquent, que son objet est restreint à la résorption des asymétries informationnelles par des réformes de structures, comme un principal dans la théorie de l'agence⁷³. On sait que cette conception dichotomique est infondée, que le principe d'incertitude suppose une courbe d'efficacité du capital déterminée monétairement et que la monnaie doit alors être comprise comme une organisation, encadrée par trois institutions, le prêt en dernier ressort, la faillite et la politique macro de régulation conjoncturelle. Dès lors, le budget n'est pas une *institution réelle* mais une institution monétaire. Plus généralement, cette affirmation implique de penser différemment le *policy-mix* :

Politiques monétaire et budgétaire ne sont pas deux instruments complètement indépendants et aux logiques d'action et objectifs clairement distincts, mais découlent d'un même principe, celui de la viabilité et de la permanence du système de monnayage, exactement comme les théories de la croissance et de la monnaie sont indissociables et se fondent dans la doctrine de la liquidité keynésienne. La politique budgétaire apparue et institutionnalisée avec le développement économique et financier, doit alors être comprise théoriquement, comme une extension de la politique monétaire, du pouvoir confié au Prince monnayeur pour assurer l'objectif de stabilité économique, que la politique monétaire assurait seule auparavant.

Ce préambule est crucial pour la suite du chapitre. Pour l'heure il affirme que si la politique monétaire doit se préoccuper de la stabilité des prix, elle doit aussi, au même titre, s'occuper de la croissance, puisque dans un capitalisme plus instable, son seul moyen de stabiliser les prix est d'anticiper les mouvements rapides du taux d'intérêt réel, en intégrant dans ses décisions de politique monétaire, les prix d'actifs. Statutairement, confier à la banque centrale le seul objectif légal de stabilité des prix est dangereux pour la croissance, susceptible d'étouffer son potentiel.

- Ce ne sont donc pas les objectifs de croissance et d'inflation qui doivent distinguer ces deux instruments. Alors quoi ? Dans la mesure où ils découlent du même principe et forment un ensemble homogène –le troisième angle du triangle qui fonde l'organisation du système monétaire–, leur distinction doit être établie pragmatiquement, par la manière dont elles

⁷² Justifier cette approche du *policy-mix* par ce principe d'affectation est un détournement des principes de Tinbergen. Ce dernier précisait qu'il fallait autant d'instruments que d'objectifs, au sein d'une politique économique unique, s'exprimant à travers des objectifs propres de croissance, d'inflation, etc., eux-mêmes définis conformément au bien-être social exprimé à travers des choix politiques (Beaud & Dostaler [1996] – Section Tinbergen).

⁷³ Le chapitre précédent a montré que la baisse des taux d'intérêt réels s'apparente à un problème de résorption des asymétries informationnelles.

influencent chacune l'activité : *leurs canaux d'influence sur les asymétries informationnelles* et *la sensibilité de leur efficacité à la règle de paiement*.

L'impact de la politique monétaire sur le revenu agrégé est indirect et incertain, et son efficacité est suspendue à une règle de faillite qu'elle ne contrôle pas et dont elle tend à amplifier les dysfonctionnements en passant par la boîte à écho des comportements bancaires. A l'opposé, la politique budgétaire a la capacité, non seulement d'influencer directement le revenu agrégé comme institution de la liquidité, mais aussi de cibler les acteurs paralysés par des asymétries informationnelles exacerbées par la chute de leurs prix et associer à ses interventions des mesures coercitives. Dans la mesure où le budget n'est pas un levier qui agit uniformément sur l'ensemble des acteurs privés, il a aussi, par construction, une dimension de politique structurelle, comme la politique monétaire en possédait une avant la déréglementation financière (encadrement du crédit, etc.). Bien sûr, il n'a pas la capacité de se substituer à une règle de paiement molle, entretenue par la supervision bancaire et reproduite par les banques dans leurs relations de crédit. Mais il peut cibler les bénéficiaires de ses largesses, et éventuellement guider leurs comportements, en définissant les conditions d'accès à ses programmes autrement que par le seul critère de solvabilité, et qui s'appliqueront autoritairement à tout le marché⁷⁴.

La politique budgétaire est donc une institution de la liquidité parce qu'en stabilisant le revenu disponible, elle stabilise la norme d'endettement désirée par les agents privés –i.e. régule le taux d'intérêt réel sur le passif de l'économie– et plus rapidement que la politique monétaire. En cela, son essor répond à la plus grande instabilité des économies mûres. En intervenant directement sur le revenu disponible, elle modifie non seulement son niveau mais aussi sa répartition, affecte le processus d'allocation des facteurs à l'actif de l'économie. Elle accroît alors l'efficacité de sa régulation de la liquidité si, en ciblant directement les asymétries informationnelles saillantes, elle accélère le processus de réallocation des actifs.

Qu'est-ce qui différencie la politique budgétaire de la faillite, qui elle aussi a pour but de gérer ces asymétries informationnelles en traitant l'actif ? Le budget demeure une institution de la liquidité parce qu'il régule l'économie par le passif, à travers le principe de la demande effective, et que pour y parvenir, sa capacité de déficit s'appuie sur le pouvoir monétaire du Prince. L'institution de la faillite procède à une pure réallocation des richesses dans un environnement de liquidité et de taux réels donné. Elle fait respecter les droits de propriétés sans influencer la norme d'endettement désirée, tandis que les institutions de la liquidité régulent cette norme, mais ne disent rien sur la manière de redistribuer les droits de propriété quand la solvabilité des agents se détériore. Seule la politique budgétaire s'en rapproche en ciblant et conditionnant ses aides, mais elle intervient en aval et ne la remplace aucunement.

⁷⁴ Par exemple, en imposant des réductions de dettes et de capacités de production sur tout le marché. Le programme d'aide au secteur agricole pendant la *New-Deal* illustre parfaitement cela (cf. Chap. III – 2.1.2.).

Encadré 6 – Le pouvoir du Prince, les constructions politiques fédérales et le principe d'indépendance des banques centrales

● L'idée que le pouvoir budgétaire découle du pouvoir monétaire du Prince n'est pas une formulation purement abstraite du *policy-mix*. On en retrouve les implications concrètes dans l'histoire, à chaque fois que les deux instruments ont été séparés et confiés à des institutions qui, jalouses de leur pouvoir respectif, l'ont géré chacune de leur côté de manière non-coordonnée. Les organisations politiques fédérales élaborées à partir d'un processus démocratique ont très souvent séparé strictement le pouvoir monétaire du pouvoir budgétaire. On parvient toujours à justifier théoriquement cette séparation. Pourtant, l'histoire enseigne qu'elle est bien souvent motivée par un argument politique : la peur de l'émergence d'un pouvoir économique fédéral tout puissant, qui imposerait alors d'affirmer l'identité politique de la fédération et de l'organiser. C'est le cas de la création de la Fed aux Etats-Unis en 1913. Son émergence tardive et son organisation minimaliste résultent moins d'une référence explicite à une théorie de la banque libre, que d'un gouvernement fédéral encore faible et dont l'existence n'a pas encore acquis un caractère d'évidence, face à des Etats jaloux de leurs prérogatives, et face à des intérêts privés puissants et contrôlant à quelques uns les chambres de compensation privées. C'est aussi le cas de la construction européenne, où l'indépendance statutaire maximale de la banque centrale résulte dans le fond, moins de la peur de l'inflation que la peur de l'émergence d'un Etat européen économiquement puissant, imposant par conséquent une organisation politique plus mature. Parce que ces deux constructions fédérales ont été fondées sur *la peur du Prince*, sur la peur d'une identité politique fédérale forte, elles se sont interdites la construction d'un pouvoir de régulation conjoncturelle complet, c'est-à-dire *au-dessus du marché*, parce que capable d'absorber tout type de risque et donc de maîtriser tout type de crise. La montée en puissance des théories de la Synthèse est venue au secours des monétaristes pour renforcer le corpus théorique justifiant l'indépendance stricte des banques centrales, de sorte que cette séparation stricte contre-nature des pouvoirs budgétaire et monétaire, « qui ne doivent se rencontrer que sur le marché », ne touche plus seulement les constructions fédérales, mais toutes les constructions politiques, jusqu'aux vieux Etats-Nation comme la France ou... le Japon. Sur le fond, le problème est toujours d'ordre politique. Simple, on est passé de la peur de voir émerger un Prince, une identité politique forte, au rejet du principe même de constitution politique des économies monétaires : la banque centrale n'a rien à voir avec le gouvernement car elle se suffit à elle-même. En reprenant le raisonnement à l'envers, ceci revient à dire que la politique monétaire est un instrument de régulation conjoncturelle complet et que par définition, le pouvoir budgétaire n'a pas lieu d'être. Si la politique monétaire suffit pour réguler la conjoncture, c'est qu'elle est capable de gérer des crises quel que soit le niveau des taux d'intérêt réels, quelle que soit l'ampleur de la chute de la courbe d'efficacité marginale du capital. Or dans une économie monétaire moderne, ceci n'est pas possible... sauf à considérer que les agents ont un horizon d'anticipation infini et donc connaissent le long terme. On voit bien que la conception du pouvoir budgétaire comme découlant du pouvoir monétaire du Prince a pour fondement un principe très simple, l'incertitude et comme le disait Popper avec humour, « aux conséquences incalculables ». Rejeter cette conception revient à ignorer les conséquences de l'incertitude. Il faut comprendre la crise économique européenne d'abord sous cet angle, et si cela ne suffit pas, tirer les leçons de l'histoire. La suite du chapitre montre justement que les performances médiocres des politiques économiques entre 1933-38 aux Etats-Unis comme dans la crise japonaise, s'expliquent largement par l'incapacité des banques centrales à comprendre leur rôle et à admettre que leur indépendance statutaire doit construire la coopération, non la remplacer. Et comme ultime morale de notre histoire, retenons dès à présent que la Fed sera sanctionnée pour cela... par sa mise sous tutelle directe de l'Administration Roosevelt !

La politique budgétaire peut donc atténuer l'impact d'une règle de paiement molle, parce qu'elle comporte un volet structurel, tandis que la politique monétaire tend à accroître ses effets déstabilisant. Plus généralement, *la politique budgétaire réagit de manière exactement opposée à l'instrument monétaire, quand l'éventail des prix relatifs internes est très hétérogène*, –pour reprendre le vocabulaire autrichien– et quand les taux d'intérêt réels sont élevés. Elle peut influencer directement les prix d'actifs, immédiatement et de manière ciblée, et

faire évoluer cet éventail dans le sens souhaité. Cette remarque vaut autant dans les phases d'expansion que dans celles de crises et permet de résoudre le problème posé dès le départ par Wicksell, avant d'être au cœur du débat sur la politique monétaire et la prise en compte des prix d'actifs dans sa cible : comme l'orientation des anticipations est guidées par les acteurs les plus instables, les *Ponzi*, la politique monétaire doit corriger le comportement de ces acteurs pour influencer la croissance. Pour calmer l'euphorie, elle doit élever son taux d'intérêt monétaire suffisamment pour affecter les perspectives de rentabilité mirifiques des *Ponzi*, faisant porter le coût de l'ajustement en premier lieu sur les autres acteurs plus prudents. Dans la crise, le problème est inverse et crée une incitation à la prise de risque. En associant à l'effort budgétaire et fiscal des mesures sélectives et coercitives, ce dernier instrument améliore la qualité de la régulation conjoncturelle et complète le levier monétaire plutôt qu'il ne s'y substitue⁷⁵.

- Dans la théorie keynésienne de la monnaie-organisation, les politiques monétaire et budgétaire découlent toutes deux du pouvoir du Prince-monnayeur. Comme le taux d'intérêt réel –i.e. le niveau de la courbe de productivité marginale du capital– est déterminé monétairement, ces deux leviers forment en réalité un seul instrument, le *policy-mix*, l'angle macro du triangle que forment les institutions qui organisent la viabilité et la permanence du système de monnayage. Si une seule de ces institutions fonctionne mal, le prêt en dernier ressort, la politique macroéconomique ou la faillite, les autres perdent leur assise et leurs objectifs sont détournés. La distinction classique des deux instruments en terme d'objectif de croissance pour l'un et d'inflation pour l'autre n'est donc ni fausse, ni bonne, elle ne dit simplement rien. Cette brève réflexion a permis d'établir une distinction entre ces leviers de la politique économique, de manière pragmatique, par leurs modes de régulation respectifs des asymétries informationnelles. Leur mobilisation dépend de la nature de chaque crise –quels besoins d'allocations de facteurs pour quelle règle de paiement en vigueur?– et non pas à des règles systématiques fondées sur des critères purement macroéconomiques. Maintenant, si le Prince-monnayeur peut résoudre tous les problèmes d'asymétrie informationnelle, non pas parce qu'il sait mieux, mais parce qu'en étant au-dessus du marché, il peut introduire de la liquidité là où c'est nécessaire, en absorbant des risques que personne ne peut prendre, les intérêts du gouvernement qui gère ce pouvoir sont incompatibles avec la pérennité du régime monétaire. Pour réduire ce risque, il faut donc envisager des principes d'organisation du *policy-mix* capables de créer les incitations à sa gestion optimale.

⁷⁵ Le lecteur peut se reporter à l'annexe n°2 décrivant l'éclatement de la bulle au Japon en 1990-91. La bulle boursière n'éclate pas par le relèvement des taux mais par la perspective de leur maintien à un niveau élevé en raison de la politique de soutien au yen. Quand à la bulle immobilière, elle n'éclate qu'un an après le retournement boursier, malgré la hausse durable des taux d'intérêt. Elle n'est 'cassée' qu'à la suite de mesures ciblées de restriction quantitative des crédits à l'immobilier et par un alourdissement sensible de la fiscalité dans ce domaine.

3.2. La mission de la politique monétaire et son rapport aux prix d'actifs

« Many, perhaps most economists believe in rules, especially in rules to be laid down in macroeconomic policy. Ignore asset markets is one such. Design policy exclusively for domestic goals is another. [...] Monetary policy confronts a dilemma calling for judgment, not cookbook rules of the games » (Kindleberger [1995-p.35])

● Si on reprend la démonstration de Keynes (Chap. I – 2.1.3.), la valorisation des actifs était définie par $q_i - c_i + l_i$ et le rendement de la monnaie par r . Comme la politique monétaire intervient de manière indirecte et incertaine sur les charges financières c et encore plus sur le revenu anticipé q , en fonction de sa capacité à orienter les anticipations, Keynes (TG : 17 & 21) définissait le rendement de la monnaie comme le profit escompté du secteur le plus faible mais capable de survivre : tout secteur dont le cash-flows net des charges financières, impôts, etc. est inférieur au rendement de la monnaie se contracte (baisse de P_K). La politique monétaire fixe, par le périmètre de ses interventions d'*open-market* et par le niveau des taux d'intérêt nominaux sur lesquels elle intervient, les conditions minimales de rentabilité de l'investissement. Sa fonction est donc de réduire l'incertitude en fixant à partir de quel seuil de rentabilité les investisseurs sont protégés contre les mécanismes de vente forcée. Son influence sur le niveau des anticipations des prêteurs et des emprunteurs n'étant qu'indirecte et incertaine, **son objectif premier est d'assurer un socle de stabilité aux anticipations**. Quand ses interventions se bornent au marché monétaire interbancaire, en garantissant la liquidité de ses intervenants, elle se borne à donner aux banques seules un socle de stabilité. Son efficacité découlera alors de la manière dont celles-ci répercutent ses interventions sur l'offre bancaire. Mais cette fonction, telle que nous l'avons définie, n'impose en rien qu'elle se limite à ce type d'opération et peut éventuellement élargir l'éventail de ses opérations aux marchés d'actifs à risque pour assurer la stabilité des anticipations. Plus cet éventail est large, plus celle-ci étend sa garantie de liquidité aux agents réels. Cette définition de la fonction de la politique monétaire est conforme au fait que sur le plan opérationnel comme sur celui de la construction théorique, il y a continuité entre la dimension macro et la dimension micro de l'activité de la banque centrale : toutes deux lèvent l'incertitude radicale en fixant un '*prix d'accès au temps*'. On a vu que c'est l'horizon temporel qui différencie ces deux fonctions, parce qu'il conduit à des interprétations opposées du prix d'intervention. La politique monétaire influence les conventions d'anticipation, tandis que la seconde permet aux agents de trouver le temps nécessaire pour en former une, quand ce temps leur manque. Pour influencer les conventions d'anticipation sans déstabiliser le processus cognitif qui permet leur formation, la politique monétaire doit établir une continuité dans sa stratégie et donc se fixer une

règle générale de comportement sous la forme d'un objectif officiel macroéconomique de croissance des prix : la définition, pour la banque centrale, de l'inflation soutenable, capable de préserver les fonctions de la monnaie.

● **Récapitulons :**

(1) On a vu qu'en théorie, politiques budgétaire et monétaire fondent un objet complet au sens de la gestion des asymétries informationnelles. Ces deux instruments dont l'acteur public dispose lui permettent de s'extraire de la conjoncture du marché et de l'incertitude à laquelle les acteurs privés sont soumis. Il ne subit pas le risque mais maîtrise le taux d'intérêt réels, sous réserve d'un monnayage du capital viable. En théorie, c'est le *policy-mix* qui assure la permanence des fonctions de la monnaie donc la stabilité des prix.

(2) Cependant cet objectif de moyen-long terme est explicitement confié à l'instrument monétaire et non à l'instrument budgétaire, en vertu du raisonnement suivant :

(3) Sur le fond, parce que la politique monétaire n'agit que sur le passif de l'économie, elle ne différencie pas les agents entre eux dès lors que la règle de faillite leur permet d'être présents dans le marché. Son élargissement est facteur de risque moral élevé. De son côté, le pouvoir budgétaire du Prince résulte *in fine* dans sa capacité de monétisation de la dette, ce qui place l'instrument monétaire, 'au-dessus' de l'instrument budgétaire. Si donc la politique budgétaire est un instrument aussi important que la politique monétaire dans la régulation de l'activité à court et moyen terme –le *policy-mix* vu comme un objet complet–, le pouvoir budgétaire est néanmoins 'couvert' par le pouvoir monétaire sur le moyen et long terme.

On a donc besoin d'un dialogue à égalité entre les instruments monétaire et budgétaire, en vertu d'une égalité fonctionnelle entre eux sur le court terme, mais ce dialogue doit être organisé dans un cadre institutionnel qui, lui, exprime la hiérarchie conceptuelle entre les deux instruments.

● **Ce cadre institutionnel s'exprime à travers trois règles :**

(4) L'objectif de moyen terme du *policy-mix* comme l'un des trois angles du système de paiement, qui est la préservation des fonctions de la monnaie, doit être confié au pouvoir qui domine sur le long terme le *policy-mix* : le pouvoir monétaire.

(5) La crédibilité de cet objectif à moyen-long terme doit s'appuyer sur l'indépendance du pouvoir monétaire vis-à-vis des cycles courts des échéances électorales, influence politique à laquelle le pouvoir budgétaire est, lui, soumis.

Si la souveraineté découle de l'élection et se situe au niveau du Gouvernement, l'élu ne doit pas non plus être capable d'user du pouvoir monétaire du Prince pour tromper l'électeur en

monétisant ses déficits. L'indépendance conférée à la banque centrale ne va pas à l'encontre du principe de la souveraineté du peuple. Elle est un élément de l'ordre constitutionnel, qui peut être remise en question, mais qui en tant que tel, assied le *policy-mix* et le stabilise : elle permet à la banque centrale de conditionner sa coopération avec le pouvoir budgétaire et par là, responsabiliser les élus. On rejoint l'approche popperienne suivant laquelle la démocratie n'est plus un principe de gouvernement solide quand elle ne garantit plus, sinon, la prospérité, du moins les conditions à venir de la prospérité. La démocratie ne consiste pas à trouver le meilleur gouvernant –réponse platonicienne–, mais être rendre possible son éviction par des voies pacifiques, par la loi. L'influence du peuple souverain sur la banque centrale se fait sur longue période à travers le jugement porté sur sa gestion de la monnaie. Cette approche est conforme à l'idée suivant laquelle cette indépendance est nécessaire pour que la banque centrale allonge son horizon stratégique à l'infini (pérennité du régime monétaire) et dispose de marges discrétionnaires sans remettre en cause sa crédibilité. Tout cela est bien connu, mais il n'est pas inutile de rappeler que l'indépendance de la banque centrale repose *in fine* sur sa légitimité politique et donc sur le respect par cette institution du régime d'inflation désiré.

(6) Enfin, cette crédibilité s'appuie nécessairement sur l'efficacité du *policy-mix* sur le court-moyen terme. Cette hiérarchie entre les deux instruments sur le moyen-long terme ne doit pas empêcher leur égalité sur le court-moyen terme.

- La relation que la politique monétaire entretient avec la politique budgétaire doit donc changer avec l'horizon d'anticipation. Il faut différencier cet objectif inflationniste de moyen-long terme que la banque centrale se donne elle-même, de ceux décrits dans ses statuts, qui définissent ses contraintes sur un horizon rapproché.

La recherche du meilleur *policy-mix* impose que ces contraintes sont très souples et qu'en vertu de l'incomplétude de l'instrument monétaire, la banque centrale ne recherche pas la stabilité des prix mais une gestion de la monnaie compatible avec la croissance de plein-emploi... comme l'instrument budgétaire ! Ce seront leurs canaux d'influence plus ou moins adaptés selon la crise qui permettront d'élaborer le *policy-mix*. La politique monétaire n'est pas un instrument adapté pour faire éclater les bulles spéculatives sur les actifs parce que, pour y parvenir, la hausse de taux nécessaire peut être trop forte et donc, peut conduire à un gâchis au moment de la crise. Par contre, quand la crise éclate, la souplesse de ses statuts –prix et croissance– doit permettre à la banque centrale de prendre en compte la sensibilité du rendement réel du capital (la courbe Q)

aux fragilités financières, avant que celles-ci se révèlent dans la crise⁷⁶. Elle doit pouvoir intégrer dans sa fonction de réaction les mouvements de l'activité et des prix d'actifs autant que ceux des prix des biens de consommation. Les statuts de la Fed et de la Banque du Japon permettent cela en exigeant d'elles d'*assurer une stabilité des prix compatible avec les conditions de la croissance*. Celui de la première est cependant plus explicite en plaçant à un même niveau le plein-emploi, le crédit et les prix. Une telle précision aurait permis à la seconde d'éviter les erreurs de politique monétaire discutées plus bas, et qui concourent à expliquer la crise des anticipations au Japon. Celui de la Banque centrale Européenne, focalisé sur l'objectif inflationniste seul, introduit un biais récessif, qui, pour préserver le plein-emploi, implique un déficit structurel des budgets publics.

● Ce glissement du débat du ciblage de l'inflation à la prise en compte des prix d'actifs entre le long et le court terme conduit à ***préciser les modalités pratiques de gestion*** :

(1) Pour éviter d'introduire un problème d'autoréférentialité et un risque moral au sens d'une incitation à la prise de risque chez les investisseurs, la prise en compte des prix d'actifs dans la politique monétaire ne doit pas être explicite et ni construite formellement⁷⁷. Elle ne doit donc pas déterminer un objectif intermédiaire quantifié, mais accroître sa composante discrétionnaire.

(2) Cette composante discrétionnaire renvoie à l'indépendance formelle de la banque centrale sur le court-moyen terme et permet, dans ce cadre protégé, de construire le nécessaire *dialogue* avec le budget.

(3) Cet objectif de stabilité des prix de moyen terme ne doit pas être trop bas, pour deux raisons principalement. La première est qu'il faut tenir compte du biais inflationnistes de l'indice des prix à la consommation. Les estimations de ce biais le font varier d'un pays à l'autre de 0,5% à près de 2% parmi les principales économies développées⁷⁸. La seconde raison est l'effet Summers (Summers [1985]) suivant lequel une inflation trop basse implique que lors du retournement, la banque centrale a moins le temps de faire apparaître un taux réel négatif. Rogoff [2003] abonde dans ce sens quand il relève que plus la cible d'inflation est élevée, plus la probabilité que la politique monétaire heurte le plancher des taux zéro est faible, et plus la politique monétaire peut agir sur les tensions déflationnistes financières avant qu'une baisse des prix des biens courants justifie cette action. L'acceptation d'un taux d'inflation de référence plus élevé que ce qui est pratiqué actuellement, par exemple en Europe (entre 0-2%), serait donc un

⁷⁶ Ahearne & al. [2002] montrent –à travers l'exemple du Japon– qu'une règle de Taylor *ex-ante* peut conclure à une politique monétaire équilibrée, voire expansive, tandis que calculée *ex-post*, la règle devient restrictive.

⁷⁷ Woodford [1994], Kennedy, Palerm, Pigott & Terrible [1998], Bordo, Ito & Iwaisako [1997] par exemple.

⁷⁸ Voir Boskin & alii [1998] pour une approche théorique du biais positif dans le calcul de l'indice des prix à la consommation, par rapport au coût de la vie. Egalement Haussman [2002] et Lebow & alii [2003] pour une revue des différentes sources de biais et des propositions pour le réduire systématiquement.

moyen de relever le niveau de la courbe d'efficacité marginale du capital et paradoxalement, de renforcer la capacité de régulation du cycle par l'autorité monétaire. Bernanke & Mishkin [1997] proposent, sur le modèle de la Fed, une cible d'inflation à moyen terme entre 2% et 4%.

(4) Enfin, il est impossible de définir explicitement ce qu'est le moyen terme, c'est-à-dire à partir de quand la banque centrale doit revenir sur sa cible. La littérature, confortée par l'expérience récente des Etats-Unis, retient un horizon de deux à trois ans (Aglietta [2003]). Mais cela dépend bien entendu de l'ampleur de la crise et surtout, de l'environnement prudentiel bancaire. A la différence des Etats-Unis en 2001 et dix ans plus tôt, lors de la crise des grandes banques, la règle de paiement molle a détérioré l'efficacité du système de crédit japonais en terme de disponibilité et d'allocation des financements, de sorte que depuis 1995, la politique monétaire est focalisée sur l'objectif de préservation du système bancaire sans parvenir à assurer la stabilité des prix⁷⁹. La seule garantie viable est l'indépendance de la banque centrale. Après, plus la divergence à la cible de long terme se prolonge, plus la crise économique devient une crise politique et sociale et révèle le mauvais choix de *policy-mix* et/ou la crise des institutions micro du système de paiement. Il est possible que le gouvernement élu se trouve sanctionné, voire le régime politique. Mais il est aussi possible que ce soit la banque centrale qui est sanctionnée, si la représentation populaire s'accorde sur l'idée qu'elle a refusé de coopérer avec le gouvernement budgétaire pour assurer le meilleur *policy-mix*. Cette issue est loin d'être un cas d'école. On verra plus bas que la réforme de la Réserve Fédérale aux Etats-Unis, en 1935, sanctionne ses résultats désastreux et son refus systématique de coopérer avec l'Administration Roosevelt, en lui ôtant son indépendance. Dans ce cas, cette perte d'indépendance restaure les capacités de *policy-mix*. Elle s'apparente à une restauration de la souveraineté monétaire, avant accaparée par des intérêts privés –contraires à la dimension de bien public de la monnaie– et par une doctrine, contraire au principe popperien où le pouvoir démocratique ne se fonde par définition sur aucune doctrine, seulement sur la simple reconnaissance de notre ignorance de l'avenir.

- La souplesse dans le ciblage de l'inflation s'appuie sur un dernier argument d'ordre 'réel'. L'argument du gâchis de la crise selon Hayek (cf. Encadré 1) reposait sur la difficulté de recycler dans l'économie le *capital spécifique* : machines à usages particuliers, mais aussi capital humain développé pendant la bulle dans un travail spécifique. Un chômage involontaire peut apparaître,

⁷⁹ Une autorité prudentielle indépendante du gouvernement –ce qui n'est toujours pas le cas au Japon– est assurément un gage de meilleur fonctionnement de la politique monétaire. Mais quand à savoir si la banque centrale est moins incitée à profiter de son pouvoir discrétionnaire si elle maîtrise la règle de paiement, la littérature théorique tend à répondre par la négative en raison des problèmes d'agence que cette fusion peut poser (cf. chapitre suivant). L'expérience historique indique au contraire qu'il n'y a pas de meilleur modèle : la Fed aux Etats-Unis intègre une grande partie des fonctions de supervision bancaire et de sanction. Typiquement, cela lui a permis de conduire des politiques prudentielle et monétaire graduées lors de la crise des grandes banques au début de la décennie passée.

de nature structurelle, qui tend à s'accroître avec la durée de la crise, en raison de l'usure du capital humain longtemps inutilisé. Ce chômage structurel explique aussi que des tensions inflationnistes peuvent apparaître avant même d'avoir atteint le plein-emploi. Il peut par contre diminuer si la banque centrale accepte de laisser temporairement l'inflation s'élever au-dessus de son objectif de long terme pour qu'il en résulte une hausse de l'efficacité marginale du capital assez forte pour réinsérer ces actifs dans les circuits de l'économie. Le NAIRU monétariste, perçu sous cet angle des biens spécifiques et de l'usure du capital humain inutilisé, s'explique donc, en partie au moins par un mauvais *policy-mix*. Ici, la flexibilité du ciblage de l'inflation permet de dépasser les bornes à la croissance mises en évidence par la théorie des contrats optimaux sur le marché du travail et par les difficultés de réallocation du capital spécifique accumulé.

3.3. La mission de la politique budgétaire et la redéfinition pragmatique des limites du déficit budgétaire

- On différencie les conditions minimales de rentabilité de l'investissement définies par la banque centrale, du plancher de l'éventail des rendements effectifs dans l'économie. Celui-ci est défini par le rapport des conditions minimales de rentabilité du capital définies par les prêteurs privés au mouvement des prix : le taux réel. Quand il est positif, les conditions minimales de rentabilité du capital ne sont pas réunies pour la période d'observation des prix et des taux nominaux. Le seuil de rentabilité du capital défini par le coût d'accès à la liquidité ultime de la banque centrale et répercuté par les prêteurs privés est supérieur au rendement effectif du capital, de sorte que même si la liquidité est abondante, il est préférable de liquider du capital. Inversement, si le rendement plancher est négatif, on peut accumuler du capital dans de bonnes conditions. Les conditions d'accumulation du capital se définissant en terme de cash-flows anticipés, il faut mettre en rapport les anticipations d'évolution, d'un côté, de la politique monétaire et du crédit – le relais bancaire –, de l'autre des, prix. Ainsi, un taux d'intérêt réel *ex-ante* peut être négatif et ne pas satisfaire les conditions minimales d'amorçage d'un cycle d'investissement, si la banque centrale montre trop de hâte à relever ses taux d'intérêt, et/ou si les anticipations de baisse des prix demeurent –taux réel *ex-post*–. Ce rapport entre les taux réels *ex-ante/ex-post* exprime bien l'idée que la politique budgétaire se pense en terme de gestion des asymétries informationnelles.

A la différence de la politique monétaire, ***l'instrument budgétaire agit directement et immédiatement sur la variable qui influence le plus les anticipations*** –i.e. la courbe Q des cash-flows– : le niveau de revenu nominal effectif –i.e. le niveau de la demande globale–. ***Tandis que la première stabilise les anticipations, le budget relève leur niveau en soutenant les***

profits des investisseurs. Alors que la politique monétaire a un impact direct sur la liquidité du système financier et indirect sur les prix, la politique budgétaire a un impact direct sur le revenu disponible nominal privé –i.e. la liquidité de l'économie–, et indirect sur l'appréhension des risques par le système financier. L'effet multiplicateur n'est pas juste une question de niveau de la dépense, mais de permanence de l'effort et en face, de la qualité de la règle de paiement et de la capacité des banques à accepter des risques. Mais la dimension *allocation des facteurs* de la politique budgétaire (dimension structurelle et coercitive) est inséparable de sa dimension *régulation de la liquidité*, c'est-à-dire du principe de la demande effective. Les programmes budgétaires tirent leur légitimité –i.e. la crédibilité du *policy-mix* et donc la viabilité de l'organisation monétaire– de ce que leur capacité à cibler les asymétries informationnelles exacerbées par la chute des prix de biens spécifiques, en traitant les crises structurelles sectorielles, facilite le processus de réallocation des facteurs, plutôt qu'il ne le freine en capturant la règle de paiement.

- Dans cette optique, nous avons justifié l'existence de l'instrument budgétaire par l'efficacité bornée d'une politique monétaire qui ne traite que le passif de l'économie. Reste à savoir quelles sont les limites du premier. La première réponse que l'on peut apporter est que dans la mesure où il s'agit des deux volets complémentaires d'un ensemble homogène qui forme de *policy-mix*, **la limite au recours au déficit budgétaire est la même que celle de la politique monétaire : la viabilité et la permanence du système de monnayage du capital.** C'est la seule définition générale acceptable de cette limite. Par le principe de la demande effective, le budget est une institution de la liquidité qui régule le passif de l'économie. Comme par construction, il touche aussi l'actif –la distribution des revenus–, il peut maîtriser les risques moraux générés par son action sur les acteurs privés les plus en crise. Sous l'angle de la résorption des asymétries informationnelles, le budget n'a donc pas de limite. A la chute exceptionnelle du rendement réel du capital –i.e. la courbe Q–, deux solutions en coin sont possibles : la socialisation de l'économie et l'abolition de la propriété –la maîtrise totale des actifs en contrepartie de la stabilisation des revenus– ou le financement monétaire du déficit. Cette dernière solution n'a pas lieu d'être exclue d'emblé. Comme dans la crise, le financement monétaire du déficit public ne se retrouve pas systématiquement dans l'inflation, si la politique monétaire implique l'indépendance de la banque centrale pour être plus efficace en étant plus discrétionnaire, le **déficit budgétaire n'a pas de limite, à partir du moment où le monnayage de la dette publique n'entre pas en contradiction avec le maintien de la confiance en les signes monétaires.** D'où trois principes pour encadrer le recours au déficit budgétaire :

- (i) Le financement du déficit dans un moyen de paiement que l'Etat ne contrôle pas, c'est-à-dire le financement extérieur en devise. Ceci revient à dire que sans souveraineté monétaire, le *policy-mix* ne peut être un objet complet au sens des asymétries informationnelles⁸⁰.
- (ii) La concurrence monétaire : c'est-à-dire le maintien d'un régime d'étalon métallique ou d'un *currency-board*. Ici comme pour (i), le monnayage de la dépense publique est par construction impossible, sauf dévaluation du taux de change (Argentine en 2001, Etats-Unis avant 1933).
- (iii) L'efficacité de la dépense sur le revenu en terme de réduction des asymétries informationnelles, supposant au minimum l'absence de risque moral induit. Dans l'alternative, la création monétaire entretient la concurrence destructrice : l'inflation dans la crise et le rejet de la monnaie.

On retrouve dans ce dernier cas, de manière explicite, la complémentarité entre les deux approches des fluctuations, celle par la monnaie et les anticipations, qui fonde la politique macroéconomique, et celle par la réallocation des facteurs et les débouchés, qui pose le problème de l'organisation du marché et fonde par cet argument le principe positif de la faillite. L'efficacité des instruments conjoncturels affectant directement le taux d'intérêt réel est bornée par un problème réel objectif : la règle de paiement, dit autrement la menace de la faillite. Sans elle, la résolution de la « crise d'anticipation » par le traitement des passifs détériore les fonctions de la monnaie, soit directement –inflation par monétisation de la dette– soit indirectement –perte de confiance en le régime par la dégradation des finances publiques–, parce que la mauvaise allocation des actifs n'étant pas traitée, le potentiel de croissance de l'économie se contracte.

Conclusion :

- Le *policy-mix*, qui remplace la politique monétaire depuis les années trente, est avant tout affaire de pragmatisme. Les *tabous* de la littérature classique, sur la politique monétaire et les prix d'actifs ou sur la monétisation des déficits publics, doivent être réintégrés dans le champ des possibilités. Quant aux règles de comportement de l'acteur public que les économistes tentent de définir, comme la règle de Taylor pour une banque centrale où les déficits soutenables pour les finances publiques, elles éclairent le passé, permettent d'évaluer *ex-post* l'efficacité des politiques et structurent le débat sur les problèmes contemporains, mais ne permettent pas à elles seules d'élaborer les *policy-mix* nécessaires. Les chocs et les fragilités financières définissant la sensibilité du niveau de la courbe de rentabilité marginale du capital, ne sont jamais deux fois identiques et la politique économique s'insère dans une économie politique qu'elle doit prendre en compte.

⁸⁰ Cf. la discussion sur le parallèle entre la dernière crise de change argentine et celle du yen en 1998 (cf. annexe n°5).

Enfin, plus l'économie se développe et les microstructures de marché se perfectionnent, plus la composante discrétionnaire des politiques monétaire et budgétaire croît et avec elle, la nécessité de coordonner ces deux instruments hors-marché, plutôt qu'ils se répondent comme deux acteurs privés censés parvenir à l'équilibre pareto-optimal dans le marché anonyme. Le discours sur la crédibilité doit s'asseoir non sur des fonctions de réaction systématiques mais sur la transparence et l'indépendance du processus de décision de la banque centrale. Des principes oubliés par le *policy-mix* japonais à la fois instable, dogmatique et inique.

- Chapitre III -

La crise japonaise, une crise de régulation monétaire

Derrière la crise de transition de régime financier

1. *Cadrage – La crise japonaise contemporaine à la lumière de la Grande Dépression : quelle pertinence ?*
2. *Le taux de change du yen : l'autre canal perdu de l'ajustement macroéconomique*
3. *La politique budgétaire incertaine, ou Hamlet au pays de Keynes*
4. *Derrière la politique monétaire restrictive, la crise existentielle de la Banque du Japon-*

Encadré 7 – Quelques repères chronologiques sur la crise japonaise

1990 : *Eclatement de la bulle* & récession / dépréciation du dollar / Programmes de grands travaux et lent relâchement de la politique monétaire

Fin 1994 : Entrée temporaire des prix à la consommation dans la zone de croissance négative

1995 : Crise des sociétés de crédit immobilier (*jusens*)
Relâchement de la politique monétaire et appréciation du dollar

1996-97 : Reprise économique et boursière / Relance des programmes de déréglementation des services

1997 : Provisionnements massifs par les banques
Resserrement budgétaire précoce et éclatement de la crise asiatique

Fin 1997-99 : *Eclatement de la crise bancaire*

Dépression de l'activité et enracinement de la déflation / crise du yen

1998 : Refonte de la règle de faillite bancaire / indépendance de la Banque du Japon et sortie de la tutelle bancaire du Ministère des Finances / premières faillites de grands établissements de crédit

1999 : Injections de fonds publics en *open-bank* dans les grandes banques
Creusement des déficits budgétaires et politique monétaire de taux zéro

1999-2000 : *Bulle des NTIC*, conjoncture stabilisée mais déflation persistante

Nouveaux provisionnements bancaires massifs & 1^{ère} révision des lois de faillite d'entreprises
Nouveau resserrement budgétaire et relèvement temporaire des taux d'intérêt

Fin 2000-03 : *Eclatement de la bulle*, intensification de la déflation

2000 : Enclenchement de la politique monétaire quantitative

Fin 2001 : Constat de renouvellement des pertes bancaires malgré l'effort de provisionnement

Octobre 2002 : *Takenaka krach* : effondrement boursier et des taux longs suite au conflit entre la tutelle, la Diète et les banques dans le débat sur le statut des avoirs fiscaux des banques

Fin 2003-... : Ouverture de la plus longue période de *stabilité conjoncturelle*

Réduction rapide du stock des prêts non-performants mais rentabilité bancaire toujours faible

Mi-2003 : Engagement à l'activisme budgétaire jusqu'à la fin de la déflation, réorienté du côté de l'offre.
Engagement de la politique bancaire structurelle / 2^{nde} révision des lois de faillite d'entreprises et création de l'IRCJ

Injection en *open-bank* dans *Resona*, mais impliquant la nationalisation, faillite d'*Ashikaga Bank*

2005 : Durcissement significatif du cadre prudentiel, accélération des remboursements de fonds publics
Clôture de la période d'admission de cas auprès de l'IRCJ

2006 : *Conflit sur l'évolution du policy-mix* entre le Gouvernement et la Banque du Japon

Normalisation de la norme de solvabilité bancaire : mise à niveau du cadre prudentiel sur Bâle II.

Les Tableau 2 et Tableau 3 fournissent un historique des décisions de politique monétaire et le Tableau 6 un synopsis de la politique bancaire. L'annexe n°3 du chapitre III fournit un synopsis des grandes mesures de la *New-Deal*.

Chapitre III / La crise japonaise : une crise de la régulation monétaire

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions

● **La crise du régime financier explique-t-elle seule l'incapacité du Japon à résoudre sa crise des anticipations ?** Ou bien la déflation persistante au Japon résulte-t-elle aussi d'une crise de ce qu'on a appelé les *institutions de la liquidité*, i.e. le *policy-mix* et le PDR ? Voilà ce à quoi ce chapitre répond. Ce qui nous intéresse ici, c'est la manière dont les autorités japonaises ont mobilisé les différents leviers de la politique contra-cyclique. La difficulté est d'extraire des problèmes de régulation purement conjoncturelle de ce qui, dans les mécanismes de la crise, résulte des dysfonctionnements produits par une règle de paiement relâchée. Il s'agit de traiter de macroéconomie sans admettre le présupposé formulé la plupart du temps implicitement dans cette discipline, à savoir que les comportements microéconomiques sont stables, que le marché fonctionne correctement. Pour mieux appréhender la qualité de la régulation de la liquidité au Japon, on mobilise l'autre grande crise du vingtième siècle, la Grande Dépression aux Etats-Unis.

● **Quelles sont les périodes étudiées ?** L'objet au cœur de notre attention est la crise japonaise contemporaine, qui s'étend de 1990, date de son éclatement, à aujourd'hui, alors que le Japon commence seulement à en sortir en 2006. La période de la bulle (1986-89) n'est pas abordée, sinon incidemment, pour éclairer le propos sur la crise, et l'attention est davantage portée sur les années postérieures au spasme bancaire majeur de 1997-98. C'est en effet à partir de l'engagement de la politique monétaire de taux zéro, en 1999, que ses limites apparaissent explicitement, sous la forme d'une trappe à liquidité. C'est aussi à partir de ce choc que les réformes microéconomiques nécessaires à la stabilisation bancaire commencent. Quand à la Grande Dépression, on s'intéresse exclusivement à la période s'étalant de la fermeture du système bancaire, le 4 mars 1933, jusqu'à la *Roosevelt Recession* de 1937-38. C'est une période de reprise, après l'effondrement général de 1929-33, mais de reprise partielle. On exclue la dépression proprement dite. Il s'agit ici d'étudier comment les politiques monétaire, budgétaire, les institutions de la faillite et le PDR interagissent. Or ce n'est qu'à partir de mars 1933 qu'elles sont réellement mobilisées et que les Etats-Unis se dotent d'un cadre bancaire moderne stable et de l'institution du prêt en dernier ressort.

● Il ne s'agit pas de comparer les deux grandes crises du siècle passé. C'est le Japon qui nous intéresse. **L'analyse comparative historique alors justifiée par le contraste qu'elle apporte.**

Il y a d'un côté le constat commun d'échec des institutions de la liquidité, qui ne sont pas parvenues à résoudre la crise d'anticipation –i.e. stabiliser la convention d'endettement–. Sur les périodes étudiées, les deux pays ont continuellement souffert de tensions déflationnistes, n'ont jamais pu enclencher une dynamique de reprise du crédit solide. L'instabilité chronique de la demande privée, ainsi entretenue, explique *in fine* la faible croissance au Japon et à la reprise inachevée aux Etats-Unis. Pourtant, à chaque fois, le budget public est intervenu massivement et l'expansion monétaire s'est étendue au point de dessiner une trappe à liquidité.

De l'autre côté, les fonds de tableau s'opposent radicalement au niveau de l'institution microéconomique qui, par excellence, structure les problématiques d'allocation des facteurs et des droits de propriété : la norme de solvabilité. Son relâchement au Japon contraste avec sa dureté dans les Etats-Unis des années trente.

Un écueil potentiel de l'analyse macroéconomique est d'oublier que les raisonnements conduits s'appuient sur l'hypothèse implicite d'un fonctionnement correcte des institutions microéconomiques du marché. Il s'ensuit que lorsque ce n'est pas le cas, comme au Japon, l'évaluation des politiques macroéconomiques devient difficile parce qu'elle impose de démêler ce qui, dans les observations, provient des dysfonctionnements de la règle de paiement, de ce qui révèle d'une mauvaise régulation conjoncturelle. Les conditions microéconomiques, opposées dans les deux cas, permettent de nous interroger sur les raisons de l'échec d'*institutions de la liquidité*, dont la légitimité repose pourtant sur leur complétude et dont la seule limite, nous dit la théorie, est la préservation de la qualité du monnayage du capital. Alors est-ce que ce qui explique l'échec de l'Administration Roosevelt dans un environnement micro-bancaire apparemment stabilisé, explique aussi l'échec du Gouvernement japonais ? Le propos de ce chapitre n'est donc pas d'ajouter une pierre à la compréhension des années 1933-37 aux Etats-Unis, mais d'élucider la crise japonaise contemporaine : nous mobilisons la littérature sur la Grande Dépression pour voir comment elle répond à des questions de politique économique cruciales pour le Japon. Les réponses fournies sont réinterprétées à l'aune d'une règle de paiement défectueuse.

- Le chapitre s'organise comme suit. Une première partie de cadrage (1) détaille les arguments qui ont justifié le choix de la Grande Dépression pour l'analyse comparative. On pose ensuite trois questions, sur chacun des leviers de la politique économique, et qui vont constituer la trame du chapitre. D'abord sur la politique de change. A l'opposé du grand succès de la dépréciation du dollar sur 1933-34, la valeur externe du yen au cours de la crise tend à s'apprécier en même temps qu'elle est très instable. La première question posée (2) est donc : pourquoi le taux de change du yen n'a-t-il pas été utilisé pour soulager la crise conjoncturelle ? Ensuite, on observe que la dette publique japonaise est passée de moins de 60% à 165% du PIB en quinze ans de crise, sans que les taux réels se stabilisent à un niveau bas. La seconde question posée est alors (3) pourquoi la politique budgétaire-t-elle échouée dans la maîtrise des taux réels ? On rapproche ce constat de l'échec relatif de l'Administration

Roosevelt malgré le développement rapide du budget fédéral des Etats-Unis. Enfin, la Banque du Japon considère que depuis 2001, elle fait son maximum et que depuis 2003, ses capacités de politique monétaire ont atteint les limites de la trappe à liquidité. La troisième et dernière question posée est donc (4) la Banque du Japon a-t-elle vraiment été jusqu'au bout ? On oppose à cette situation celle vécue par la Fed dans les années trente, et qui ressemble, elle aussi, à une trappe à liquidité.

● ***A quelles conclusions aboutit ce chapitre ?*** Dans aucun des cas la conception keynésienne de l'interventionnisme dans le cadre du *policy-mix* n'est invalidée. Le *problème d'anticipations* prend à chaque fois sa source dans une conception erronée des limites de la politique budgétaire, de la nature d'une banque centrale et plus en amont, donc, de la théorie de la monnaie qui doit fonder l'action du Prince monnayeur qu'est l'agent public. Plus précisément :

Primo, en matière de change, on montre qu'***une organisation monétaire incapable de maîtriser sa règle de paiement perd son influence sur la valeur externe de sa monnaie*** quand celle-ci est librement convertible. En d'autres termes : le système monétaire international l'isole en lui confisquant la partie de sa souveraineté monétaire qu'elle partage avec lui.

Secundo, en matière budgétaire, l'échec des Etats-Unis s'explique par un argument historique, de type ***path-dependency*** : le manque de légitimité des institutions économiques fédérales. Au Japon, c'est un argument proprement économique qui domine, de type ***no muddle through*** : de même qu'un déficit budgétaire perd de sa légitimité quand, par sa composition, il empêche la bonne réallocation des facteurs, la passivité du budget japonais est légitimée par le refus du gouvernement de modifier sa structure, laquelle amplifiait les dysfonctionnements produit par la règle de paiement molle au lieu de les réduire

Tertio, en matière monétaire, on peut appréhender la politique déstabilisante de la Fed par l'argument de type *path dependency* utilisé pour le budget fédéral : la crise des années trente étant la première crise moderne –capitalisme mature et régime de crédit pur *de facto*–, c'est aussi ***une crise de transition de la régulation monétaire***. Mais selon nous, l'argument dominant est davantage celui de la ***crise théorique***, là encore de type *path dependency* : la doctrine monétaire habituelle des autorités, inapte à dissocier sa fonction micro de PDR de sa fonction macro, devient hautement déstabilisatrice dans un monde qui n'est plus celui de Schumpeter mais celui de Keynes. Dans le cas du Japon, cet argument de la *crise théorique* doit être rejeté car avec les progrès de la théorie, la banque centrale dispose d'une bonne connaissance des mécanismes de la monnaie. L'argument expliquant le mieux la politique monétaire médiocre de la Banque du Japon est plutôt de type ***independency-trap***, ce que l'on pourrait traduire par la *religion de l'indépendance* face au budget. Le monde d'anticipations rationnelles des monétaristes et classiques, incapable de rendre compte de l'art fin du banquier central, suivant la formule

consacrée, rend ces théories dangereuses parce qu'elles proposent aux autorités monétaires en quête de crédibilité des réponses systématiques faciles. La pauvreté de la réflexion prend alors le visage du dogmatisme, de l'intransigeance, bref de l'*independency-trap*. *In fine*, l'argument de type *no muddle through*, qui décrit l'incapacité de la politique budgétaire nippone à prendre en compte la règle de paiement relâchée décrit aussi bien les crispations d'une banque centrale qui, pour faire bonne figure dans un environnement instable, est prête à risquer la récession.

1. Cadrage – La crise japonaise contemporaine à la lumière de la Grande Dépression : quelle pertinence ?⁸¹

- Cette partie sert de cadrage à notre analyse de politique économique comparative. La première section (1.1.) montre que les politiques macroéconomiques ont échoué dans leur objectif de stabilité des prix et des comportements d'endettement, dans le cas de la reprise de 1933-37 aux Etats-Unis, comme dans le cas du Japon. Ce constat d'échec contraste à chaque fois avec la liquidité abondante fournie par la politique monétaire. La section suivante (2.2.) montre que malgré ces similitudes, les deux crises sont caractérisées par des besoins et modes de réallocation des facteurs de production différents. C'est ici que l'on définit la nature de chaque crise. On retrouve une préoccupation centrale du chapitre théorique, à savoir que pour comprendre les ressorts d'une crise, il faut avoir une idée claire des enjeux de restructuration existants du côté de l'actif : quels actifs guident le cycle ? Les besoins de transferts de facteurs inter-sectoriels et inter-entreprises sont-ils importants ? Quels sont les mécanismes de réallocation de facteurs ? La régulation conjoncturelle, qui dans les deux cas semble avoir échoué, s'insère dans des économies politiques opposées au regard de la règle de paiement, du degré de développement des *institutions de la liquidité* et du type d'actif qui guide la dynamique du cycle. La dernière section (1.3.) étudie empiriquement le fonctionnement des marchés du travail et du capital dans chacun des deux cas. Le constat d'échec dressé d'emblé est ici éclairé par les mécaniques sous-jacentes de réallocation. Cette section montre comment des enjeux macroéconomiques, apparemment similaires et qui intéressent la théorie keynésienne, s'emboîtent avec des enjeux microéconomiques, privilégiés par l'approche autrichienne de la crise. Enfin, elle fournit au lecteur un aperçu du déroulé de chaque crise, qui lui permettra de se repérer dans les discussions thématiques ultérieures.

1.1. Un même constat d'échec des politiques macroéconomiques : tensions déflationnistes, crédit inerte et symptômes de la trappe à liquidité

- Il n'existe pas d'état de l'économie stable. Dès lors, la crise des anticipations est une dynamique macroéconomique récessive auto-renforçante. Elle s'oppose à la phase de boom caractérisée, elle, par une croissance autonome de la demande privée. Le chapitre théorique nous a également permis de conclure que dans une économie capitaliste mature, à cette phase d'expansion ne peut

⁸¹ Sauf indications contraires, les données chiffrées sur la période de la Grande Dépression américaine sont tirées de la base de donnée historique du *National Bureau for Economic Research* aux Etats-Unis –*NBER Macrobistory database*–.

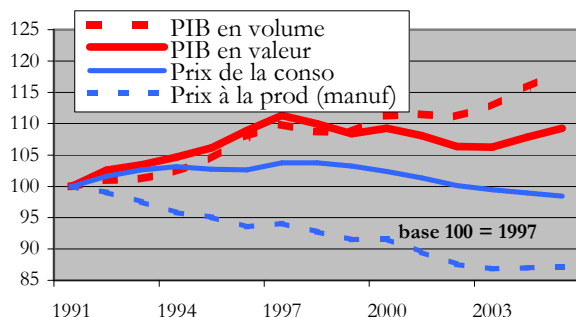
correspondre que des prix des biens finaux stables ou en hausse. Mais si la stagnation ou la baisse de ces prix révèle des économies toujours fragiles, leur remontée n'exprime pas pour autant la fin de la crise et l'entrée dans un nouveau cycle d'affaire. ***L'indicateur le plus significatif de l'engagement d'une dynamique de croissance autonome*** de la demande intérieure privée est la reprise de l'endettement. L'endettement est par définition la mise à disposition d'un pouvoir d'achat supplémentaire consacré à la dépense, que ce supplément résulte de la réduction de la PPL des agents non bancaires, ou qu'il soit créé *ex-nihilo* par opération de crédit. Dans le chapitre théorique, on a également montré qu'il ne peut y avoir de développement durable des marchés financiers sans développement du crédit, de sorte que ce n'est pas l'endettement général qu'il faut regarder mais le crédit bancaire, à la source de la création monétaire et de la dynamique de liquidité des marchés financiers. Cet indicateur, parce qu'il synthétise le rapport effectif de l'ensemble des acteurs privés à la prise de risque, est plus riche et plus objectif que les indicateurs classiques de marché, comme le niveau des taux long, qui n'exprime que la contrainte monétaire, et comme les primes de risque, qui comportent de nombreux biais, tels la taille des emprunteurs, le type d'actif concerné et le degré de liquidité des marchés. L'indicateur d'endettement que nous utilisons ici est peu ou prou le même que celui qui sert à la BRI d'indicateur central pour évaluer le degré de fragilité financière d'une économie : le taux de croissance cumulé du crédit rapporté au taux de croissance du PIB⁸². Il est conforme à l'approche minskyenne des fluctuations.

● ***Qu'observe-t-on dans le cas du Japon ?*** Le Japon est entré en déflation à partir de 1995. L'inflation importée grâce à la dépréciation du yen sur 1996-97 a permis de dissimuler ce phénomène temporairement seulement, puisqu'il est à nouveau réapparu en 1998, pour ne plus disparaître. Sur 1997-2005, la baisse cumulée des prix à la consommation atteint 8%, ce qui pour une économie développée dans la période contemporaine, est un record absolu de déflation, à la fois en ampleur et en longueur. Le pays tombe même en dépression en 1997-98, dépression dont la violence va marquer une double rupture : sur le plan de la politique bancaire, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, mais aussi sur le plan des grands équilibres macroéconomiques. Alors que depuis cette date la crise bancaire est ouverte et la tutelle commence à resserrer sa pression, les politiques macro contra-cycliques ne suivent pas. Les sept années antérieures d'absence de restructurations avaient conduit à une récession larvée que l'instrument budgétaire – pour l'essentiel – était parvenu à contenir. Quand ces restructurations sont engagées, la corrélation observée entre les évolutions du PIB nominal et réel disparaît (cf. Graphique 1) parce que l'effort

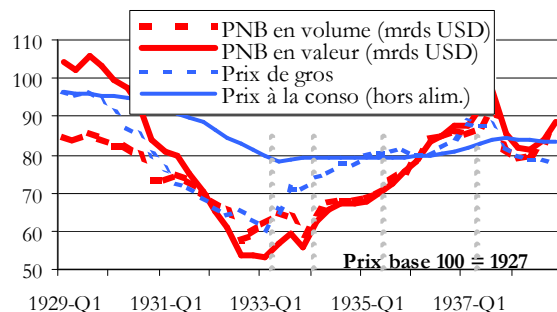
⁸² L'organisation internationale établit ces cumuls sur des périodes assez longues. Notre propos n'étant pas d'évaluer les fragilités d'une économie mais la solidité de la reprise, on observe le glissement annuel du taux de croissance de ce ratio sur les neuf mois précédents, ce qui permet de dépasser les cycles de stocks.

soutenu de désendettement des entreprises implique une contraction de la demande privée que le *policy-mix* n'a pas su compenser. Cette perte de corrélation, c'est la déflation qui la produit : le PIB réel est stabilisé mais sa valeur nominale se contracte, de sorte que les taux réels s'élèvent et ralentissent le rythme de désendettement effectif. Le chapitre explique que sur cette période, les banques accumulent de nouvelles générations de créances douteuses, dont une partie importante est due à la crise conjoncturelle, ce qui n'était pas le cas auparavant. Au total, l'échec des politiques macroéconomiques à stabiliser les prix se traduit par un coût de la stabilisation bancaire exorbitant (cf. plus bas), un taux de croissance moyen inférieur à 1,5% sur quinze ans, récession somme toute molle mais payée au prix d'une dette publique passée de 55% à 165% du PIB. En maintenant élevée la préférence pour la liquidité des agents privés, le *policy-mix* restrictif a sensiblement réduit le niveau du multiplicateur budgétaire sur la dépense privée. Cette dynamique de déflation par la dette semble cassée depuis 2004 parce que le PIB réel a enfin enregistré une forte croissance qui a permis de stabiliser le prix de l'investissement et de soutenir le PIB nominal. Mais cette reprise est toujours fragile. D'abord parce que la déflation, n'a fait que décélérer, et une croissance nulle des prix ne signifie pas l'équilibre macroéconomique, ne serait-ce que parce que le niveau d'inflation neutre au Japon, est supérieur à 1% (cf. p152). Ensuite, parce que de nombreux prix de biens d'investissement continuent de baisser. Enfin, parce que l'indicateur de crédit que nous privilégions ici pour exprimer l'endettement privé, est inerte. Le Graphique 3 montre en effet que l'offre de crédit est remarquablement peu sensible à la conjoncture. Elle se contracte depuis 1995 véritablement et depuis, son inflexion est corrélée au rythme de durcissement de la politique prudentielle⁸³. Or aucune reprise durable n'est possible avant la stabilisation bancaire, la reprise de l'endettement y étant contingente. Et comme cette stabilisation bancaire n'est pas achevée, la reprise durable ne peut pas avoir lieu sur le moyen terme.

Graphique 1 – Japon : PIB et indices de prix

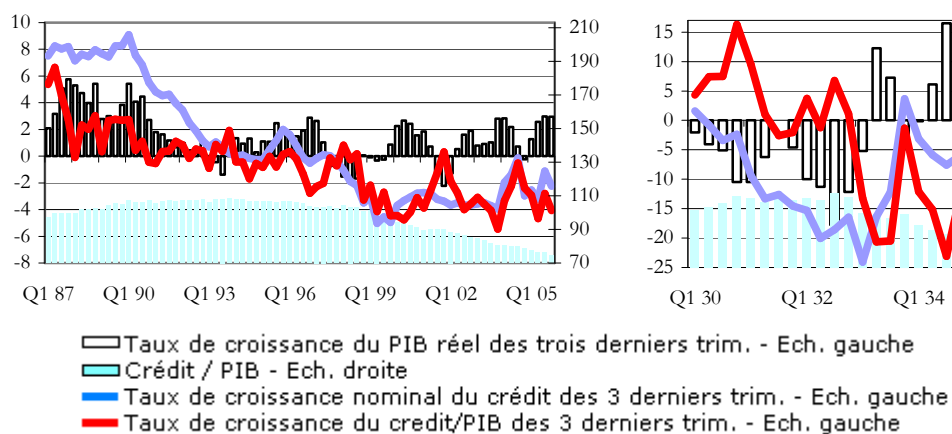


Graphique 2 – Etats-Unis : PNB et indices de prix

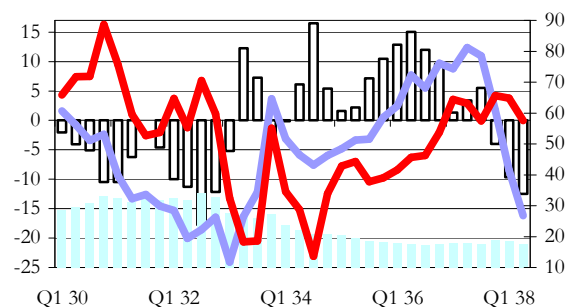


⁸³ Le relâchement momentané de l'offre de crédit en 1999-2000 doit en effet être lu comme la réponse excessive d'un système bancaire instable à une soudaine euphorie spéculative, la bulle internet. Inversement, la contraction persistante du crédit depuis fin, 2003, malgré la croissance soutenue, est révélatrice de la contrainte qu'une politique prudentielle en voie de normalisation fait peser sur la dynamique macroéconomique.

Graphique 3 – Japon : Cycle du crédit



Graphique 4 – Etats-Unis 1930-38 : cycle du crédit



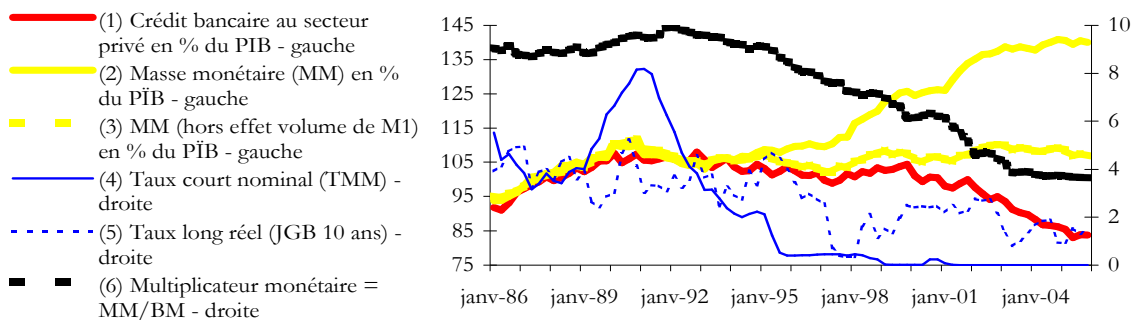
Source : OCDE

- **La période de reprise intervenue après la dépression de 1929-33 aboutit au même constat d'échec** : un rattrapage partiel incomplet des dégâts produits par la Dépression, et l'absence de dynamique d'expansion autonome de la demande privée.

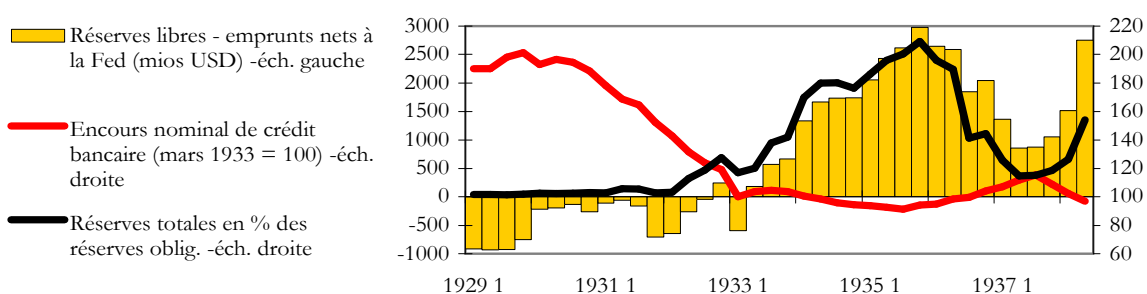
L'indice des prix à la consommation baisse de plus de 15% sur 1929-33, augmentant énormément les charges réelles de la dette observées par Fisher [1933]. Or cet indice stagne tout au long de la reprise, à l'exception de la fin 1933 et de début 1937. Le problème posé par l'absence de rattrapage des variables nominales est visible dans le Graphique 2 comme l'accroissement antérieur de la charge réelle de la dette n'est pas compensé par de la reflation, le coût de l'assainissement augmente considérablement en reposant uniquement sur l'espoir d'une hausse du revenu réel pour une préférence pour la liquidité inchangée et maintenue à un niveau élevé. Les instruments conjoncturels se sont révélés incapables de réduire le taux réel anticipé par de l'inflation anticipée. La croissance du PNB réel de 48% entre la réouverture des banques de mars 1933 et septembre 1937 est spectaculaire, mais elle compense à peine la chute antérieure de 30%. Surtout, par rapport au problème de l'endettement posé par Fisher, malgré un gonflement de 83%, le PNB nominal plafonne à un niveau de 10% inférieur à celui de 1929. L'amplitude des fluctuations observées à l'époque, sans comparaison avec celles qu'enregistrent nos économies aujourd'hui, ne doit pas nous leurrer sur le succès des politiques économiques. Celui-ci doit être mesuré à l'aune des pertes passées. Ainsi, si l'on prend en compte une population active qui a crû de 10% au cours des années trente, le revenu par tête de 1937 est finalement inférieur de 17% à celui de 1929. Or c'est la mesure la plus significative puisqu'elle exprime l'efficacité marginale du travail. Elle explique le chômage non résorbé —on va y revenir—, des poches de tensions déflationnistes et par conséquent, des taux réels toujours élevés. Ces tensions déflationnistes persistantes ne sont pas directement visibles. Sur la période 1933-37, les prix des biens finaux sont remarquablement stables. Ils enregistrent deux parenthèses d'appréciation, fin 1933

(dépréciation du dollar) et après le premier semestre de 1937, mais au cours desquelles la remontée de l'indice agrégé des prix de gros –utilisé ici comme proxy du prix des actifs– est partielle et surtout, n'est soutenue que par celle des prix des matières premières, là où la politique de la *New-Deal* a été la plus efficace. Autrement dit, à aucun moment la remontée spectaculaire des prix agricoles ne parvient à produire une dynamique de reflation durable des prix d'actifs dans les autres secteurs. Le Graphique 86, qui justement décrit l'évolution d'un certain nombre de prix par grands segments d'activité, ne signale de dynamique soutenue de la demande nul part en amont de l'indice des prix à la consommation. Et plus ces secteurs concernent des biens durables comme la construction, plus leur dynamique s'essouffle vite, en 1933 comme en 1937, avec la *Roosevelt Recession*. Le marché du crédit fournit les mêmes signes. La reprise du crédit début 1936 (cf. Graphique 4) est soutenue en termes nominaux, mais n'indique pas une reprise de l'endettement assez vigoureuse pour l'assimiler à l'entrée dans un nouveau cycle d'affaire, au regard de l'indicateur le plus emblématique d'une expansion autonome de la demande : le maintien pendant une période assez longue du taux de variation du rapport du crédit au PIB dans une zone positive. Cet indicateur n'émerge dans une zone positive qu'à la moitié de 1937, juste avant la *Roosevelt Recession*. A cette époque, l'économie américaine était donc encore loin d'une dynamique de surchauffe justifiant les retournements des politiques monétaires et budgétaires pourtant engagés. L'analyse des marchés du travail et du capital menée plus bas renforce ces conclusions à travers le chômage persistant dont l'économie souffre, et l'orientation d'une grande partie des crédits vers des activités de spéculation sur les marchés d'actifs.

Graphique 5 – Japon : la trappe à liquidité



Graphique 6 – Etats-Unis : la trappe à liquidité (réserves en monnaie centrale des banques)



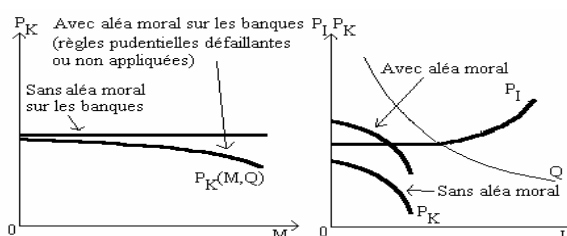
• **Dernier symptôme commun : ces tensions déflationnistes ont persisté malgré des politiques macro contra-cycliques apparemment expansionnistes.** La situation au Japon est le second cas d'école –avec aléa moral– de l'Encadré 8. Depuis 2001, tous les taux du marché monétaires sont nuls, les réserves excédentaires des banques atteignent entre quatre et cinq fois les réserves obligatoires, les taux longs sont écrasés ainsi que les *spreads* public/privé, mais le crédit continue de se contracter à un rythme lent (cf. Graphique 5). La politique monétaire aurait semble avoir atteint ses limites, parce que les liquidités apportées aux établissements de crédit sont au mieux utilisées pour acheter des titres publics. Les facteurs explicatifs de la contraction du crédit sont, en premier abord, bien sûr, l'insolvabilité bancaire et une rentabilité d'exploitation médiocre. En second abord, l'efficacité de la politique monétaire ne repose pas tant sur la réactivité immédiate du crédit que sur l'amélioration des conditions générales de cette activité, c'est-à-dire la capacité d'influence de la banque centrale sur la rentabilité bancaire. Ce qui apparaît ici comme une trappe à liquidité suppose donc, pour être telle, que la Banque du Japon ne pouvait pas aller plus loin dans ce sens. La situation des Etats-Unis à l'orée de la *Roosevelt Recession* de 1937 ressemble beaucoup à celle du Japon (cf. Graphique 6). C'est le cas standard dans l'encadré ci-dessous. De la fin 1933 à 1937, la quantité de monnaie centrale croît de 67%. Cette augmentation vient uniquement de ses facteurs externes, ceux qui ne sont pas contrôlés par la Fed : la politique de dévaluation du dollar contre l'or puis contre l'argent, pratiquée par le Trésor en 1933-34, puis des entrées massives de capitaux étrangers qui, en change fixe, conduisent à un accroissement des réserves. Ces derniers sont à la fois attirés par la reprise des Etats-Unis, précoce par rapport au reste du monde, et motivés par le risque de dévaluation des autres devises par rapport à l'or, quand celles-ci n'ont pas encore subi ce sort. Le dollar est donc vu comme une monnaie refuge. Cet afflux est surtout orienté vers les titres publics ou privés de bonne qualité et participe au mouvement d'écrasement des taux longs publics –qui passent de 3,5% à 2,7%– et du *spread* public/privé –tombant à un niveau historique record⁸⁴–. Parallèlement, cet accroissement de monnaie centrale ramène les taux d'intérêt monétaires à un niveau nul jusqu'aux emprunts publics à six mois, et se loge dans les réserves excédentaires des bancaires qui atteignent 200% des réserves obligatoires trois ans après la reprise. Les banques sont recapitalisées en 1933 pour éponger les provisions sur les pertes engendrées par la dépression et leur exploitation est saine et d'autant plus rentable que le *Banking Act* de 1933 a réglementé la rémunération des dépôts. De ce point de vue, l'argument japonais n'est pas valable. Au contraire, on voit plus bas que les banques restent anormalement averses au risque. Elles anticipent constamment un taux d'intérêt réel supérieur à la croissance, malgré un taux d'intérêt réel *ex-post* très inférieur en moyenne⁸⁵.

⁸⁴ Ce n'est qu'en 1937 que ces investissements sont réorientés vers les placements plus risqués, dont la bourse.

Encadré 8 – La trappe à liquidité dans le schéma de Minsky

• On déjà exposé les conditions dans lesquelles la banque centrale perd toute influence positive sur l'activité réelle. C'est cette limite que la trappe à liquidité désigne. Keynes la présentait de deux manières. Sous l'angle des motifs de la liquidité (TG, Chap.15), la trappe à liquidité décrit une situation dans laquelle les taux d'intérêt sur les actifs de référence ont atteint un niveau assez bas pour qu'on ne puisse qu'anticiper leur relèvement et donc, une perte en capital sur leur acquisition. Dans ce cas, il devient difficile pour la banque centrale d'injecter de la liquidité parce que le *motif de spéculation* est épuisé. Sous l'angle du taux d'intérêt réel (TG, Chap.11-4), la trappe à liquidité exprime l'idée que les taux d'intérêt effectifs pratiqués ne peuvent tomber en dessous d'un certain niveau, qui représente les coûts intermédiaires de la mise en contact de l'emprunteur et du dernier prêteur, et surtout, la marge que le prêteur exige en considération du risque, surtout du risque moral. L'obstacle ne peut alors être qu'un problème effectif ou potentiel de solvabilité des banques : elles n'ont plus assez de capital pour financer de nouveaux risques ou elles anticipent un coût en capital excessif pour rentabiliser toute relation de crédit⁸⁶. Dès lors, les liquidités accumulées par les banques, suites aux opérations *d'open-market* de la banque centrale, ne sont pas utilisées, mais maintenues en réserves ou placées dans l'actif le plus sûr, la dette publique, et sur des échéances s'allongeant avec le gonflement de ces disponibilités et baissant les taux. D'où une configuration de *flight to quality* exacerbée : chute des taux long et hausse des primes de risque.

Figure 10 – La trappe à liquidité dans le schéma de Minsky



• Si on reprend les graphiques de Minsky, comme la trappe à liquidité est une expansion de la liquidité qui n'a plus d'effet sur les prix d'actifs, elle décrit une courbe d'efficacité marginale du capital insensible à M , donc plate sur le graphique de gauche de la Figure 10. Dans un cas d'aléa de moralité sur l'offre bancaire les encourageant à adopter des stratégies de 'quitte ou double', le crédit alimente des phénomènes de concurrence destructrice, accroît les fragilités les plus saillantes et peut désorganiser la production. Dans cette configuration, la courbe peut être inversée au niveau agrégé de l'économie. La trappe à liquidité est inséparable de la déflation, ou d'une décélération rapide non anticipée des prix qui aboutit à de la déflation. Dès lors que le besoin de désendettement et la demande de liquidité deviennent absolus, à droite la courbe de risque de l'emprunteur est de plus en plus recroquevillée. Les pertes anticipées sur le capital s'expriment par P_K sous P_I à un niveau d'investissement nul. C'est la conséquence du rappel des crédits sur le mouvement de liquidation nette du capital, impliquant des anticipations de baisse des prix donc une chute du revenu nominal et une crise de liquidité et de solvabilité croissante. Le cas de l'aléa moral implique que les banques ne rationnent pas complètement leur offre –elles prêtent aux plus risqués–. La courbe de demande de capital est donc supérieure à la courbe d'offre au niveau nul de l'investissement agrégé. Mais dans ce cas, le rythme de chute de la courbe des cash-flows anticipés est toujours aussi rapide, les crédits mal octroyés n'engendrant qu'un revenu net négatif au niveau agrégé.

⁸⁵ Au Japon, la trappe à liquidité prend sa source dans l'insolvabilité bancaire, mais dans le cas américain, cette explication ne suffit pas. Une recapitalisation bancaire par l'Etat, surtout sous le régime de la propriété dur d'alors, traumatise les banquiers qui ne songent qu'à retrouver leur indépendance. C'est un problème classique des sorties de crise. Mais ces recapitalisations sont massives, et si les ratios de fonds propres ne retrouvent pas les niveaux d'avant 1929, ils s'établissent sur la base d'un actif dans lequel le poids des crédits est tombé de plus de 55% à 25-30%. Si la dureté de la recapitalisation explique une partie du rationnement bancaire, d'autres explications sont nécessaires.

⁸⁶ Les deux cas de blocage du crédit finissent par se retrouver dans l'insolvabilité bancaire, puisque celle-ci reflète par nature la situation économique. Aussi Rogoff [1998-2002] (in FMI Rogoff [2003]) s'oppose à une explication de la trappe à liquidité à l'aide du modèle IS-LM classique, telle que présentée dans Krugman [1998], parce qu'une telle approche ne permet pas de mettre en évidence les problèmes bancaires structurels souvent à l'origine de la trappe. On y revient dans le cas du Japon.

La Fed aurait-elle pu empêcher cela ? Et est-ce que ce qui ne lui a pas permis de le faire résulte, *in fine*, d'un problème identique à celui du Japon, mais masqué par le problème de la règle de paiement relâché ? Au-delà du rapport opposé à la règle de paiement, les seuls responsables de la déflation sont-ils les politiques budgétaire et de change ?

- Dans la mesure où les *institutions de la liquidité* forment un instrument complet de gestion des asymétries informationnelles, la déflation exprime leur échec en général, parce qu'elles ne sont pas assez bien perçues dans les anticipations pour constituer un facteur de confiance en la baisse durable des taux réels. ***Or les symptômes de la trappe à liquidité ont ceci de particulier qu'ils semblent indiquer la neutralisation de la politique monétaire.*** Dans un langage moins normatif, ce diagnostic peut être utilisé par une banque centrale en quête d'image et utilisant une mauvaise doctrine, pour se déresponsabiliser. Cette déresponsabilisation est sensible dans le discours de politique monétaire de la Banque du Japon, rejetant la responsabilité sur les finances publiques pour de mauvaises raisons. Elle est aussi manifeste dans le cas de la Fed qui, vu l'activité monétaire du Trésor, néglige ses relations courantes avec les banques. Cette déresponsabilisation est-elle justifiée dans les deux cas ? Si l'échec ne peut pas être expliqué par les politiques budgétaire et de change, donc si les deux banques centrales ont commis des erreurs d'interprétation, celles-ci s'expliquent-elles de manière indépendante, où résultent-elles, comme nous croyons, d'une même mauvaise compréhension de leur propre nature ?

1.2. Deux crises, deux besoins exceptionnels de réallocation de facteurs

- Nous avons vu que la perception de la politique économique sous le seul angle de la régulation de la structure du passif de l'économie ne suffit pas, parce que les fluctuations amples de la courbe d'efficacité marginales lui imposent de s'intéresser à l'actif de l'économie, à la problématique de réallocation des facteurs de production, qu'il s'agisse de la détection précoce des fragilités financières pour la politique monétaire ou pour le PDR, ou qu'il s'agisse de l'intervention directe sur les taux réels par les politiques budgétaires et de change. Les besoins de *policy-mix* dépendent de la nature de la crise. Pour répondre à la question de ce chapitre « *La déresponsabilisation des banques centrales est-elle justifiée ou déconle-t-elle d'une erreur commune de diagnostic ?* », il ne faut pas seulement savoir si ces banques centrales pouvaient aller plus loin dans l'expansion monétaire, mais savoir si cela était justifié au regard des autres instruments contra-cycliques, c'est-à-dire au regard des besoins de réallocation de facteurs particuliers à chaque expérience et au regard du modèle de réallocation, de la viabilité de la règle de paiement.

- Cette section ne s'intéresse pas à la règle de paiement, mais seulement aux besoins de réallocation de facteurs, d'abord pour le Japon (1.2.1.) puis pour les Etats-Unis (1.2.2.). C'est la section suivante (1.3.) qui montrera comment ces besoins spécifiques sont traités par des marchés astreints à des règles de paiement qui s'opposent dans leurs évolutions. L'idée est ici de montrer que dans les deux cas, les crises sont caractérisées par des besoins exceptionnels de réallocation de facteurs spécifiques au sens de Hayek, c'est-à-dire difficiles à adapter, peu répandus, illiquides ou lents à s'user, de sorte que leur réallocation implique une baisse de leur prix relatif par rapport au prix des autres biens, qui pèse particulièrement lourdement sur la dynamique de l'économie.

1.2.1. Le Japon : la crise immobilière et des services

(i) L'actif qui guide la bulle jusqu'en 1991 n'est pas un actif productif mais l'actif patrimonial par excellence : l'immobilier. C'est une spéculation immobilière combinée avec une offre de crédit recourant massivement à ce type de nantissement, qui a nourri une véritable euphorie financière. ***Le problème posé par l'éclatement de la bulle n'est donc pas un problème de réallocation des facteurs en raison d'innovations technologiques ou managériales***, comme dans les années trente.

Ces crises bancaires liées à l'immobilier posent des problèmes de gestion particuliers par rapport aux autres types de crise. Dans une crise conjoncturelle pure, après une suraccumulation de capital manufacturier, l'insolvabilité peut être facilement maîtrisée si les politiques contra-cycliques sont vite mobilisées, parce qu'elle est directement liée aux flux actuels de dépenses en biens courants –i.e. à la croissance–. Les pertes et les enjeux de redéploiement stratégique étant faibles, les conflits entre créanciers et actionnaires autour des droits de propriété des entreprises en difficulté peuvent être assez facilement résolus, et le désendettement assez rapide. Quand il s'agit de l'éclatement de bulles boursières, les enjeux de droits de propriété sont potentiellement plus durs car le choc récessif est plus brutal. Mais la suraccumulation de capital physique est souvent limitée au niveau agrégé, localisée dans un secteur clé. La liquidation de capital physique spécifique a donc un impact macro modéré et le principal problème à gérer est un effet de richesse négatif. Des politiques conjoncturelles bien menées trouvent assez tôt, dans les marchés boursiers liquides, un relais efficace à leurs premiers succès, qui permet de résorber rapidement l'effet de richesse négatif. Mais les crises immobilières s'appuient sur un actif patrimonial physique alliant les inconvénients des actions et des actifs productifs : un fort effet de richesse, une durée de vie très longue, et l'illiquidité. Leurs prix chutent donc très vite et réagissent lentement à la stabilisation conjoncturelle. Les défauts sont alors d'emblée massifs, les enjeux de propriété associés à leur résolution, tenus et peu atténués par la stabilisation conjoncturelle, sont plus sensibles aux défaillances de la règle de paiement. L'ampleur des enjeux de redistribution rend le coût de la stabilisation macroéconomique très supérieur à celui des autres types de crise.

Au Japon, la sortie de crise la crise immobilière impose d'emblée un coût macroéconomique élevé et une réduction de taille des segments d'activité qui ont directement profité de la bulle, comme le BTP et la promotion immobilière. Mais ***le problème le plus grave que pose l'immobilier au Japon est son utilisation massive dans les pratiques de crédit***. D'une part, la saisine et la liquidation des garanties immobilières des créanciers défaillants déclenchent des ventes forcées de ces biens, de sorte que par ces pratiques de nantissement, le marché de l'immobilier surréagit à l'évolution des défauts sur les marchés. Comme dans la crise, son prix chute beaucoup plus vite

que n'importe quel autre prix d'actif, l'horizon temporel des agents raccourcit, de sorte que la qualité des créances nanties par de l'immobilier se dégrade rapidement, indépendamment de la qualité du projet d'investissement sous-jacent. Dans les cas de défaut, les divergences entre créanciers *seniors* (nantis) et *juniors* (non nantis) sont exacerbées parce que les premiers peuvent pousser à la liquidation une entreprise peut être viable, mais dont le jugement sur ce point dépend cruciallement de la capacité des institutions de la liquidité à stabiliser la conjoncture. On aboutit au paradoxe suivant : l'offre de crédit liée à l'immobilier est très sensible à la qualité de la règle de paiement parce que l'illiquidité de cet actif exacerbe les asymétries informationnelles dans les phases de crise, alors qu'en n'étant pas prise en compte dans la phase d'expansion, elle la valorisait implicitement. ***L'autre problème posé par le Japon est que le degré de liquidité de son marché immobilier est particulièrement bas*** –absence de marché de la pierre-papier et difficultés d'exécution des saisines et liquidations—. La place centrale tenue par cet actif dans la construction de l'offre bancaire, nourrit une tendance forte à la contraction du crédit, bien plus rapide que ce que le laisse supposer le rythme de récession de l'activité. Elle freine la réallocation de l'offre de financement et pour y parvenir, amplifie l'instabilité économique. En raison d'une règle de paiement relâchée, l'ajustement se fait moins par une contraction de l'offre de crédit que par une détérioration croissante de la qualité de cette offre, en privilégiant les emprunteurs en difficulté dont on n'a pas intérêt à liquider les actifs illiquides au détriment des nouveaux emprunteurs : on substitue à la réduction de la quantité de crédit la chute de son rendement unitaire. Par rapport à la Grande Dépression, les besoins de réallocation sont moins massifs, mais empêchés, parce qu'en adossant les relations de crédit à un actif illiquide⁸⁷, on accroît beaucoup le coût de traitement des emprunteurs défaillants, *in fine*, l'enjeu de la faillite.

Ces problèmes particuliers de réallocation appellent deux réponses complémentaires, l'une conjoncturelle et l'autre structurelle. (a) Pour dépasser ce problème de liquidité et de règle de paiement relâchée et restaurer la solvabilité du secteur privé malgré un mécanisme d'allocation bloqué par les pertes accumulées, ***la politique macroéconomique doit être particulièrement expansive, car il faut quelle déclenche la remontée des prix de l'immobilier sans la reprise du crédit***. C'est un objectif dur à atteindre car il faut y parvenir par l'autofinancement et par le recours à des sources de financement nouvelles pour un contexte conjoncturel donné. Il faut donc une préférence pour la liquidité fortement réduite et, ce qui est la seconde réponse aux asymétries informationnelles, (b) des réformes améliorant structurellement la liquidité du marché immobilier. Ces ajustements micro-structurels, en réduisant le coût de la faillite et donc son enjeu,

⁸⁷ L'illiquidité du marché immobilier est accentuée au Japon par un contexte institutionnel rendant l'exécution des droits des créanciers particulièrement coûteuse que ce soit dans la faillite comme en dehors, par les saisines.

améliorent les possibilités de gestion des asymétries informationnelles, et atténuent les dysfonctionnements dans la règle de paiement. Le dernier chapitre consacré au redressement légal d'entreprise traite précisément de cette sensibilité des propriétés des lois de faillite à la liquidité des actifs. Dans cette optique, le développement des OPCVM immobilières depuis 2001-02 au Japon, la *pierre papier* , ne doit pas être perçu comme l'effet d'une extension naturelle des marchés financiers en temps de crise, mais véritablement comme un levier de la politique économique. L'autre moyen est bien sûr de déconnecter l'offre de crédit de l'immobilier. Le Japon s'est aussi lancé dans ce chantier, à plus long terme, en engageant la réforme du modèle bancaire. C'est l'objet du chapitre suivant.

(ii) Parallèlement à cette question centrale de la crise immobilière, **la déréglementation des services, lancée en 1996-97** par le Gouvernement Hashimoto, déclenche un mouvement de réallocation des facteurs de production. Les entreprises lourdement endettées et peu rentables des activités du transport, de la distribution de gros et de détail, s'ajoutent à ceux du BTP, de l'immobilier et de la finance pour compléter la liste des segments de l'économie qui, dans les nouvelles conditions concurrentielles, doivent se restructurer et réduire de taille pour se conformer aux normes financières exigées des autres secteurs déréglementés. On retrouve ici la problématique classique de la réallocation des facteurs de production entre segments d'activité. Même si elle n'est pas au cœur de la crise japonaise, elle a sensiblement amplifié la récession de la demande et surtout –c'est l'effet de blocage le plus puissant à la réallocation des financements–, nettement gonflé les pertes de banques déjà très fragiles.

1.2.2. La Grande Dépression : la triple crise technologique, managériale et de développement

- La Grande Dépression conjugue trois crises qui imposent une réallocation massive des facteurs de production du secteur primaire vers le secteur secondaire, d'anciens segments industriels vers de tous nouveaux et des petites unités de production vers les plus grandes.

(i) **Des innovations technologiques** (radiophonie, textile imprimé, automobile, matériel agricole, caoutchouc...) qui bourgeonnent dans la décennie antérieure, trouvent leurs débouchés dans des segments d'activité entièrement nouveaux pendant les années de crise, imposant en même temps la **disparition de pans complets du tissu productif**. La réallocation des facteurs se fait donc dans les pires conditions puisque la crise affecte le revenu de ménages qui, en réorientant leur faible dépense vers ces nouveaux produits, réduisent brutalement leur demande de bien dans les secteurs obsolètes. L'absence d'une consommation dynamique des ménages ne permet pas, sinon la transition douce, du moins une augmentation assez forte des rendements dans les activités nouvelles, qui favoriserait le transfert des facteurs.

(ii) *Les innovations managériales introduites par le travail à la chaîne et le fordisme*⁸⁸, qui interviennent dans le même temps, accentuent ces problèmes de réallocation de deux manières. D'une part, les chaînes de production de grande taille accroissent considérablement leur rentabilité du capital par rapport aux petites unités. Elles intensifient la concurrence et poussent à la réduction des marges unitaires chez les concurrentes de taille modeste, qui accentuent leurs fragilités financières en pleine crise. *L'hétérogénéité des états financiers entre les entreprises*, élevée du fait du point (i), est donc encore accrue. D'autre part, l'émergence de la puissance syndicale et l'application de contrats optimaux dans le modèle fordiste créent des *rigidités nominales sur les salaires* qui accentuent la segmentation du marché du travail entre les actifs de ces grandes unités de production et ceux des PME, qui ne peuvent pas suivre cette politique et doivent réduire leurs salaires, ou disparaître et gonfler les contingents de chômeurs.

(iii) Enfin, ces crises d'innovation technologique et managériale s'insèrent dans une *mutation plus générale de l'économie américaine, qui passe à vitesse accélérée de la société agricole à la société industrielle moderne*. Accélérée parce que les actifs qui guident le cycle financier de cette période sont les matières premières, les produits agricoles en particulier. Or la crise de surproduction, larvée depuis le milieu des années vingt, éclate en 1929 et fait chuter leurs prix. Leur remontée au cours de la *New-Deal* est accompagnée d'une réduction autoritaire des capacités de production, qui entretient l'*exode rural*. Cet exode est d'autant plus important que les innovations technologiques dont il a été question plus haut permettent une mécanisation rapide du travail agricole. La réorientation accélérée à la fois sectorielle et géographique d'une population peu éduquée, non habituée au travail en atelier, et dépourvue de ressources, ralentit considérablement le rythme de résorption du chômage.

• Au total, *si la dynamique du cycle au départ, est dominée par les prix des matières premières agricoles, la sortie de crise ne peut absolument pas être assurée par la stabilisation du secteur primaire*. La réallocation des facteurs affecte la composition du tissu industriel par segments d'activité et tailles d'entreprises, mais elle implique aussi l'augmentation de son poids dans le PIB, qui pose des problèmes d'absorption. Ces problèmes sont d'autant plus prégnants que la phase antérieure de crise aiguë de liquidité, entre 1929 et 1933, a conduit par sa violence à démanteler, à abandonner, ou à mettre au rebut prématurément une large fraction du stock d'actifs physiques. Cette contraction du stock de capital ralentit l'absorption de la main-d'œuvre auparavant licenciée puisque pour qu'un entrepreneur embauche, l'efficacité marginale

⁸⁸ Voir notamment Duménil & Lévy [1995] pour une présentation de la Grande Dépression sous l'angle régulationniste, d'une crise de mutation du régime d'accumulation, vers le capitalisme managérial, ou régime fordiste.

du capital attendue doit être bien plus élevée quand le capital physique est déjà accumulé mais sous employé, que lorsqu'il s'agit d'acquérir ce capital physique. Même si le secteur industriel n'a pas guidé la crise, c'est son développement qui doit guider la reprise. Il doit donc être soutenu.

Conclusion

- Les politiques économiques développées aux Etats-Unis en 1933-37 décrivent une situation d'échec qui ressemble beaucoup à ce qui est observé au Japon sur 1991-2005. Ceci nous a conduit à nous demander si les deux banques centrales, qui sont théoriquement la source des institutions de la liquidité, ont eu raison de diagnostiquer la neutralisation de leur politique monétaire et ainsi, de *se déresponsabiliser*. Pour répondre à cette question, il nous a fallu définir la nature de chacune des deux crises. On vient de voir qu'elles s'opposent radicalement sur deux aspects cruciaux. **Le premier est la règle de paiement.** Tandis qu'elle s'est relâchée au Japon, brouillant l'analyse macroéconomique, d'une certaine manière, elle s'est encore durcie aux Etats-Unis, puisque la crise de maturité de l'économie américaine, qui atteint le stade du fordisme et de la consommation de masse, exprime un durcissement du degré de concurrence sur les marchés. Ici, les conditions d'activité microéconomiques sont 'pures', au sens où elles correspondent aux présupposés habituels de la macroéconomie. **Le second tient aux besoins de réallocation.** Au Japon, ils ne sont pas très importants, mais le coût de ces réallocations est considérablement accru parce qu'il implique aussi le *transfert de propriété d'un actif physique durable, domestique par excellence, et qui est particulièrement illiquide*, l'immobilier. La politique conjoncturelle rencontre alors une réelle difficulté à stabiliser les anticipations et pour y parvenir, doit être particulièrement expansive. C'est aussi le cas aux Etats-Unis, non à cause d'un actif illiquide qui gèle les relations de crédit, mais parce que ces besoins de réallocation sont bien plus grands. Par contre, ils ne sont pas concentrés dans un marché d'actifs domestique, mais très dispersés dans l'économie et concernent en premier lieu *le secteur le plus ouvert à la concurrence internationale* –l'agriculture–.

1.3. Deux crises, deux problèmes de réallocation : crise de régime financier versus crise de maturité du capitalisme

- On traite à présent de la confrontation de ces besoins de réallocation de facteurs aux mécanismes microéconomiques utilisés, différents dans chacun des cas : aux Etats-Unis, un marché externe des facteurs et au Japon, un marché interne gouverné par les principes d'un *modèle traditionnel*. Cette confrontation besoins/mécanismes d'allocation est abordée d'abord pour le marché du travail (1.3.1.) puis du capital (1.3.2.). Cette partie permet de comprendre comment relier l'économie politique de ces crises –*la nature de la crise*– aux résultats mitigés des politiques macroéconomiques. Elle livre un aperçu général du déroulé des deux crises qui servira de fond de tableau pour la suite du chapitre.

1.3.1. Le marché du travail : gel du marché externe, rigidités nominales naturelles et besoin de reflation

• Au cours des quinze années de crise, le taux de chômage japonais est demeuré contenu aux alentours des 4/4,5% (cf. Graphique 7). Cette performance étonnante, qu'on ne retrouve nulle part ailleurs, est à mettre en parallèle avec un recours aux faillites également remarquablement faible, si on le rapporte à la conjoncture et surtout, au niveau élevé des pertes bancaires. Ces deux faits stylisés sont caractéristiques du modèle économique japonais de réallocation des facteurs, décrit et commenté dans le chapitre suivant. Ici, on se borne à dire qu'il repose sur **le principe de la réallocation en interne** : plutôt que recourir au licenciement et à la faillite, les entreprises entretiennent avec leurs banques des relations de long terme, assez étroites pour leur permettre de passer les conjonctures difficiles sans rupture des relations de crédit, où pour organiser en douceur et avec financement leurs restructurations, la réorientation de leur production, la reconversion de la main-d'œuvre au sein de l'entreprise et l'assainissement financier. L'absence de chômage, l'emploi à vie, la progression régulière des salaires, toutes ces caractéristiques reposent sur un modèle de banque à l'engagement qui est lui aussi une particularité du modèle : **la banque principale**⁸⁹. On relève que ces spécificités du rapport salarial au Japon impliquent que la croissance n'y était pas exactement fordiste –pour reprendre des termes régulationnistes– et que la régulation n'y était pas exactement monopoliste (Coriat [1992]). Le régime d'accumulation est intensif par construction, avec une forte substitution du capital au travail; mais à la différence du fordisme, il ne repose pas sur une forte séparation entre les deux facteurs, précisément parce que les marchés externes des facteurs ne sont pas utilisés. La régulation salariale se fait au niveau de l'entreprise, et non au niveau de la branche ou de l'économie nationale. Un de ses aspects cruciaux est qu'une partie des fonctions assurées en Europe par l'Etat-Providence est assurée, au Japon, par les grandes entreprises. Pour cette raison, **la régulation des salaires a été qualifiée de micro-corporatiste ou de compagnie-iste.**

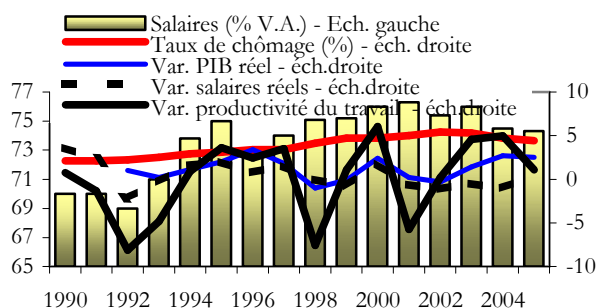
L'efficacité de ce modèle repose sur deux éléments. (i) Le premier est qu'**il devient inefficace dès que les besoins de réallocation de facteurs sont importants**, parce que dans de telles circonstances, les adaptations ne peuvent pas se faire à l'intérieur des entreprises, même avec des pressions considérables sur l'actionnaire. Or les besoins d'adaptation qui suivent la crise immobilière, la déréglementation financière et des services sont considérables, parce qu'il ne s'agit

⁸⁹ La section 3.2. du Chapitre IV fournit des références bibliographiques sur le *modèle japonais*, en particulier sur le lien entre le marché du travail, l'organisation de la firme en J d'Aoki, et la régulation bancaire. Sur les dynamiques salariales, leur segmentation et modèle de régulation du marché du travail spécifiquement, on peut se référer à Boyer (1992), Boyer et Yamada (2000), Coriat (1992), Boyer et Juillard (2000), Uemura (1992, 2000), Uni (2000).

pas seulement de réduire le taux d'endettement traditionnellement très élevé, mais aussi de réorganiser l'actif puisque le modèle japonais, fait pour le rattrapage économique et l'accumulation intensive de capital dans l'industrie, n'est plus adapté à une économie de service.

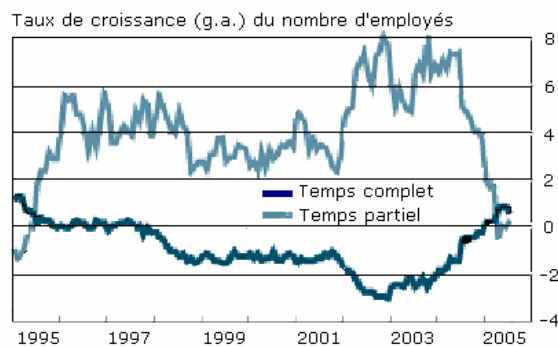
(ii) Le second est que dans ce modèle où les relations salariales stables reposent sur des relations de crédit et des relations commerciales stables, ce n'est pas la logique actionnariale qui domine, du moins sur le court-moyen terme, mais le principe de la maximisation de la valeur ajoutée de l'ensemble, de sorte que l'efficacité du modèle repose sur la qualité des relations de crédit. **Les banques doivent donc être capables d'organiser ce monitoring et doivent être incitées à le faire.** Et comme le mode de répartition des responsabilités entre actionnaires et créanciers pèse davantage sur ces derniers quand ce sont des banques principales, mais comme il est aussi implicite, la remise en cause de ce modèle d'ensemble ne peut pas venir d'une reprise en main par les actionnaires, mais par les créanciers eux-mêmes, en premier lieu les banques principales. Le chapitre suivant montre que les banques ont perdu ce rôle depuis le début des années quatre-vingt, avec la déréglementation financière, parce qu'il dépendait cruciallement d'une concurrence limitée dans l'offre de financement. Cette perte a permis le développement de la bulle spéculative colossale de 1986-89, largement fondée sur le recours aux collatéraux immobiliers dans les pratiques de crédit, et quand cette bulle a éclaté, la chute des prix d'actifs et en particulier de l'immobilier, a précipité les banques dans l'insolvabilité. En maintenant en activité ces établissements, les autorités ont neutralisé la pression qui aurait dû permettre la mutation du modèle vers celui classique d'allocation des facteurs par les marchés externes. Les principaux preneurs de risque dans le modèle japonais étant protégés, ils ont bénéficié d'un aléa moral qui, en s'ancrant dans l'offre de crédit, a désorganisé la réallocation des actifs dont avait besoin l'économie japonaise.

Graphique 7 – Japon : chômage et salaires



Source : OCDE ; Pour la part des salaires dans la valeur ajoutée, le salaire réel et la productivité du travail : secteur marchand hors logement : Vidal [2003] et ESRI. Données 2005 : estimations ESRI et OCDE

Graphique 8 – Japon : emploi précaire



Source : Labor Statistics, Ministry of Labor

Les faits stylisés sur le Japon montrent clairement que l'économie nipponne a conservé le même mode de réaction aux crises conjoncturelles tout au long de cette récession, alors que ses fondements sont

d'ordre structurel et vont bien au-delà du seul risque moral sur l'offre bancaire. Les blocages induits par ce risque moral ont été particulièrement coûteux parce que l'enjeu n'était pas seulement l'assainissement après une crise conjoncturelle, mais la reconstruction d'un régime financier plus cohérent avec les besoins d'une économie de services ouverte sur le monde. Il s'ensuit que les marques extérieures du modèle traditionnel japonais, tels le faible recours au chômage et à la faillite résultent moins d'un modèle différent de réallocation des facteurs que d'un blocage à cette réallocation : la règle de paiement molle que les banques appliquent à leurs emprunteurs permet à ces derniers de maintenir l'organisation traditionnelle du marché du travail et réduit l'incitation à accroître la productivité des facteurs au niveau microéconomique. Ces dysfonctionnements s'expriment à travers un partage de la valeur ajoutée durablement à l'avantage des salaires, malgré une dégradation générale de la santé financière des entreprises⁹⁰.

Dans ces faits stylisés, on observe une ***rupture visible à partir du choc bancaire non maîtrisé de 1998***. En réaction au brutal *credit crunch*, les pratiques salariales ont été modifiées : le chômage croît et les rémunérations fléchissent, permettant, enfin, une baisse de la part des salaires dans le PIB. Il ne s'agit cependant que d'un ébranlement. Le chômage plafonne depuis 2001 et les entreprises se sont remises à distribuer des bonus, malgré un endettement toujours élevé. La rupture de 1997-98 dans le modèle d'organisation du marché du travail est donc à la fois profonde, parce qu'elle indique un changement de cap, et contenue dans sa manifestation la plus visible, le taux de chômage, parce que la faible pression sur les banques permet une évolution en douceur. Globalement, au cours de la crise japonaise, la rentabilité d'exploitation déficiente des banques se retrouve dans la lenteur de l'ajustement des entreprises au niveau de l'exploitation encore plus que de l'endettement (cf. graphiques 165). En fait, ***derrière l'assainissement exprimé par la norme de passif, l'autre problème est le soutien peu coercitif des banques aux emprunteurs en difficulté, de sorte que la restructuration des actifs et la réforme cruciale des modes de gouvernance progressent lentement***. Ces efforts d'ajustement s'accélérent toutefois dans les secteurs anciennement protégés, après 2000, avec le durcissement de la règle de paiement produit par le début de la politique bancaire structurelle, présentée dans le chapitre suivant. Mais de même que cette dernière s'inscrit dans une stratégie de sortie de crise en douceur et donc en lenteur, la manière dont les entreprises ajustent leur masse salariale indique que la recomposition de l'actif de l'économie japonaise et donc les adaptations à faire du modèle de gouvernance actuel, sont elles-mêmes étalées dans le temps, et par conséquent, fragiles.

⁹⁰ Dans le modèle traditionnel japonais du marché du travail, l'entrée en crise se traduit toujours par un accroissement de la part des salaires dans la valeur ajoutée, pendant un à deux ans (Vidal [2003]). Puis la masse salariale s'ajuste non par une hausse du chômage, mais par une baisse des salaires, par la réduction de la part flexible de ces salaires, qui au Japon est importante (heures supplémentaires et bonus). Ce retard explique l'ampleur des fluctuations de l'activité jusqu'à la fin des années quatre-vingt. Dans la phase récessive actuelle, l'anomalie tient à ce que la part des salaires est demeurée élevée pendant longtemps.

Sur le marché du travail, *cette résistance à la réforme* (du côté de l'actif) malgré les progrès réalisés dans le désendettement (du côté du passif) est visible dans la manière dont les entreprises ont procédé pour accélérer l'ajustement de la masse salariale : non pas un recours croissant au licenciement, qui est le processus classique, ni même par une baisse durable des bonus, mais par *une segmentation du marché du travail* entre des salariés très protégés et les emplois précaires qui, si elle a toujours existé au Japon, s'est exacerbée.

Depuis le début du siècle, le Japon semble être dans une phase de passage entre l'ancien modèle japonais de l'emploi à vie et du salaire à l'ancienneté et le modèle classique, où la masse salariale est plus réactive à court terme aux inflexions de la conjoncture.

D'un côté, le mode de fixation des salaires et de gestion de carrières change pour les salariés protégés, dans les entreprises emblématiques de l'ancien modèle, pour se rapprocher du modèle incitatif classique. De l'autre, pour faciliter cette transition et la faire accepter sans que l'ancien schéma d'incitation s'effondre brutalement, l'emploi et la rémunération de ces salariés protégés sont préservés. Pendant cette période de transition, ce sont les salariés non protégés qui supportent l'effort le plus important d'ajustement de la masse salariale. Compte tenu de la faible croissance, de l'intensité croissante de la pression financière des banques et de l'arrivée des femmes sur le marché du travail⁹¹, la part de ces actifs dans la population employée est passée de 19% en 1995 à 29% en 2005, pour un salaire en moyenne 40% inférieur à celui des salariés permanents⁹². Les passages entre ces deux marchés sont statistiquement très faibles, bien plus que dans les autres pays riches, de sorte que cette segmentation ne peut pas être expliquée seulement en terme de contrat optimal et de rigidités nominales institutionnelles résultant de politiques sociales qui seraient plus libérales qu'en Europe. Elles ne résultent pas non plus de la croissance qui, grâce aux politiques conjoncturelles, ne se distingue pas des performances européennes, où le taux de chômage est supérieur. Elle résulte de l'offre de crédit bancaire.

• *Le processus de réallocation existant aux Etats-Unis* est celui classique du passage des facteurs par les marchés externes du travail et du capital, c'est-à-dire le passage de la main d'œuvre par le chômage et la réallocation des financements d'une entreprise à l'autre. Ce processus implique que les banques réorientent leur offre en cessant des relations de crédit et en en créant de nouvelles. Il implique donc des *statistiques élevées de faillite* pendant les crises et d'importantes *créations d'entreprises* dans la reprise. Dans le cas des années trente, on observe effectivement une forte poussée du chômage pendant la dépression, qui se résorbe d'abord

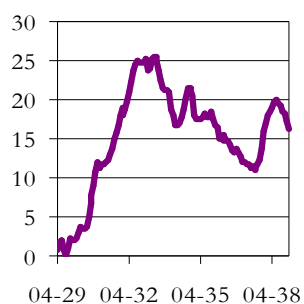
⁹¹ Jusqu'à la moitié des années quatre-vingt-dix, le taux d'activité des femmes servait d'amortisseur des tensions sur le marché de l'emploi. Récemment, on a pu constater que ce taux d'activité se stabilise et que davantage de femmes entrent sur le marché du travail de manière permanente.

⁹² OECD : *Economic Survey of Japan 2005 : Improving the functioning of the labour market*, 2005.

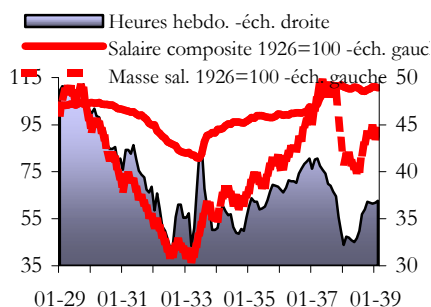
rapidement, puis lentement au cours de la *New-Deal*, sans qu'à l'apogée de la reprise, mi-1937, ce chômage n'ait été complètement résorbé (cf. Graphique 9). Parallèlement, les faillites explosent au plus fort de la crise, mais leur baisse à un plancher historique au cours de la reprise (cf. Graphique 11) ne s'accompagne pas d'une vague de créations d'entreprises. Les entreprises les plus fragiles ont disparu, mais la reprise n'est pas assez forte et équilibrée pour rendre possible l'entrée de nouveaux acteurs. En même temps, Bresnahan & Raff [1991] relèvent que sur 1933-35, 40% des emplois nouveaux proviennent des créations d'entreprises, alors que les grandes entreprises embauchent peu. Ce qu'il y a de nouveau dans les modes de réallocation, c'est que la corrélation négative entre les salaires nominaux et le taux de chômage, qui active le marché externe du travail, n'est plus aussi nette que lors des crises antérieures (cf. Graphique 10).

Des rigidités nominales sont apparues. Elles expliquent ce chômage persistant, malgré la stabilité du niveau général des prix pendant la reprise, et deux autres phénomènes économiques nouveaux, le chômage de long terme⁹³ et l'ajustement de la masse salariale non par l'embauche principalement, mais pour moitié par des variations du rythme de travail individuel (Bernanke & Powell [1986]).

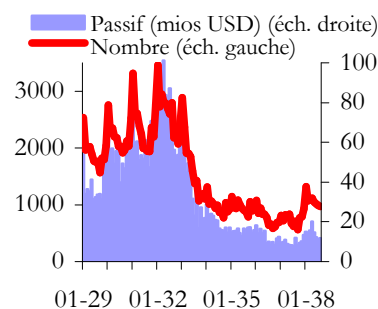
Graphique 9 – Etats-Unis : chômage (% PA)



Graphique 10 – Etats-Unis : Rémunération du travail sect. manuf.



Graphique 11 – Etats-Unis : faillites d'ANF



Ces rigidités nominales sont certes le produit des institutions de la *New-Deal*, telles les allocations chômage, la réglementation sur les salaires et sur l'emploi et le renforcement du pouvoir syndical, mais **la littérature récente a révisé à la baisse le rôle des *Labour Acts* dans la formation de ces rigidités nominales**. Les plus significatifs et contraignants sur le plan de la dynamique salariale –les accords généraux de revalorisation des salaires– interviennent surtout à partir de 1935, dans le cadre du *Wagner Act* notamment. Ceux antérieurs ne sont pas, pour la plupart, des réformes touchant au mode de régulation des salaires, comme le renforcement du pouvoir syndical, mais des aides, principalement destinées aux chômeurs, temporaires et faibles en montant. Dans le contexte dépressif d'alors, leur versement a plus accru la rentabilité des entreprises en soutenant la demande effective qu'il n'a relevé le plancher des salaires. En fait, en

⁹³ Supérieur à un an. En 1934, 63% des chômeurs étaient sans emploi depuis au moins un an. En 1936-37, cette proportion baisse de manière inégale. Dans les grandes villes de la côte Est et du Nord-Est, elle est toujours supérieure à 60%. Margo [1991, p.335]

1933, *les rigidités nominales découlent surtout des innovations managériales et du régime fordiste* introduits à la fin des années vingt⁹⁴. Les théories modernes du marché du travail décrivent comment ces nouveaux modes de régulation micro entre acteurs privés, à travers le concept du salaire d'efficience et les modèles *insiders/outsider*, conduisent à un fonctionnement dual du marché du travail, au chômage persistant et au chômage de long terme⁹⁵. Quand ces concepts micro sont insérés dans un monde keynésien, ils amplifient les blocages à la réallocation parce que pour nouer un contrat optimal avec leurs salariés, comme les entreprises ont besoin de se projeter dans l'avenir, le plancher de productivité des facteurs exigé est plus élevé.

Dans les années trente, le vrai phénomène nouveau sur le marché du travail est que l'embauche est devenue plus sensible à l'incertitude et à l'horizon d'anticipation des agents à cause des innovations introduites par le taylorisme –les grosses unités de production imposant des coûts fixes– et le fordisme –le salaire d'efficience–. Les variations de prix relatifs nécessaires pour assurer les transferts de facteurs déjà exceptionnels à l'époque, sont alors bien plus amples que dans les crises précédentes⁹⁶.

⁹⁴ On peut se référer à Duménil & Lévy [1995] pour une synthèse sur ces changements de régime de régulation. Dans la littérature d'histoire économique et sociale sur les crises de l'innovation et l'organisation des entreprises, la référence est Chandler [1970]. Hart [1938] est cité ici à titre informatif compte tenu de la fréquence des références à cet ouvrage dans la littérature sur les années trente aux Etats-Unis. Nous signalons toutefois que nous ne sommes pas parvenu à nous le procurer. On peut aussi puiser dans Berstein [1987] qui se focalise sur l'innovations technologiques intra-segments industriels pendant cette période, mais évoque aussi ces changements.

⁹⁵ Baily [1983] et Jensen [1989] montrent que les firmes ont pratiqué le salaire d'efficience pendant la crise et après la crise (le premier ne l'énonce pas explicitement toutefois). Les premiers chômeurs à retrouver un emploi sont souvent les employés à meilleure qualification et mieux rémunérés. Jensen explique que parmi les ouvriers d'usine du Massachusetts ayant perdu leur emploi en 1931, 57% en avaient retrouvé un parmi le premier tiers de l'échelle de distribution des salaires dès la fin 1933, 27% dans le dernier tiers. Bordo, Erceg & Evans [2000] observent les évolutions de salaire réel dans 26 secteurs d'activité et les comparent à l'évolution de la structure de la main-d'œuvre distinguant les emplois qualifiés des emplois non qualifiés. Ils trouvent que la hausse des salaires réels au cours de la dépression ne résulterait pas d'une modification de la structure de la main-d'œuvre en faveur de celle plus qualifiée. La critique que l'on peut apporter à cette conclusion est que cette recomposition existait déjà avant la crise, et les innovations managériales dans les grandes unités avaient accru les différences de traitement, selon la théorie du salaire d'efficience. L'embauche dans la reprise n'a fait que reproduire les inégalités des salariés face au chômage dans la crise. Margo [1991, 1993] étudie la relation entre le comportement du taux de chômage, les effectifs employés en work-relief jobs et certaines caractéristiques des chômeurs. Il trouve que les chômeurs sont en moyenne plus jeune ou plus vieux et moins éduqués. Les chômeurs de long terme sont encore moins éduqués.

Les travaux de Margo [1991] et Jensen [1989] sur la population au chômage sont les plus reconnus dans la littérature. Ils montrent tous deux clairement que le comportement du marché du travail change radicalement au cours des années trente. La population touchée par le chômage n'est plus la même qu'avant les années trente, et parmi elle, celle de longue durée n'a pas les profils personnels, professionnels et régionaux du chômeur moyen. Parallèlement, les mouvements de salaires entre secteurs et entre professions se complexifient et se doublent d'un phénomène nouveau, les licenciements et embauches ciblés. Les changements importants dans la structure de la main-d'œuvre se doublent de degrés de rigidité nominale des salaires variables selon les professions et les secteurs, au point que les indices de salaire agrégé du BLS contiennent un biais de sélection assez important pour fausser l'analyse macro (Lebergott [1989])

⁹⁶ Pour illustrer l'impact déstabilisateur d'innovations managériales imposant simultanément des besoins de transfert et le salaire d'efficience, voir Bresnahan & Raff [1991] sur l'industrie automobile entre 1929 et 1935. Ils relèvent que seulement le tiers des licenciements entre 1929 et 1933 est due aux fermetures d'entreprises et d'unités de production, lesquelles sont en moyenne moins productives, moins rentables et moins grandes et n'utilisaient que peu les techniques de production de masse. Les entités créées entre 1933 et 1935 utilisent des techniques de production de masse et sont très différentes de celles tombées en faillites pendant la crise. Pour un même secteur de production, les salaires moyens qui y sont versés, la structure de la main d'œuvre, ont beaucoup changé. Il y a donc un gros saut de productivité dans l'automobile au niveau individuel des firmes, mais chute de la productivité au niveau agrégé.

Si dans la période de retournement du boom à la crise, ces rigidités nouvelles, en ralentissant la contraction des salaires permettent de ralentir le rythme de chute de la courbe d'efficacité marginale du capital, quand la crise est installée, un entrepreneur n'embauchera que s'il peut escompter une productivité marginale du travail supérieure ou égale, soit au minimum réglementaire, soit conforme à ce qu'il est nécessaire pour atteindre un contrat optimal, si celui-ci est supérieur au minimum réglementaire. Tant que le salaire d'efficience est supérieur au salaire d'équilibre classique et *a fortiori*, à ce que la productivité courante du facteur travail permet, les entrepreneurs licencient, et cette productivité baisse au niveau agrégé, et même dans les nouveaux secteurs. Il faut surtout retenir ici que le chômage structurel est endogène au marché du travail, la conséquence d'effets de seuil, ou dit d'une autre manière, d'une élasticité variable entre le niveau des profits et l'horizon d'anticipation –i.e. l'incertitude–. Cette forte sensibilité au degré d'incertitude implique que la résorption du chômage ne passe pas par la stabilisation des prix des biens finaux mais par l'accroissement continu des perspectives de profit des entreprises, c'est-à-dire par un accroissement de la courbe d'efficacité marginale du capital au-delà du niveau d'équilibre statique (Q^* dans les graphiques de Minsky), ce qui ne peut se faire que par des pressions inflationnistes temporaires.

Résorber le chômage aux Etats-Unis n'impliquait pas seulement un redressement de la demande effective de manière à stabiliser le niveau général des prix, mais aussi une pression de la demande assez forte pour que l'illusion nominale créée par l'inflation absorbe ces rigidités nominales nouvelles. ***Du fait de la dualisation du marché du travail, le rattrapage impliquait quelque chose de nouveau, la reflation.*** Celle-ci devait être d'autant plus forte que (1) l'incertitude produite par la crise est elle-même ancrée, (2) la *New-Deal* a adjoint aux rigidités nominales naturelles des rigidités institutionnelles, et (3) les innovations technologiques introduites pendant les années vingt ont remodelé en profondeur le tissu productif, imposant des transferts massifs de main-d'œuvre de l'agriculture vers l'industrie, et des anciennes industries aux nouvelles industries. Ce besoin de reflation, les pays riches le rencontrent aujourd'hui parce que la force explicative des théories modernes du marché du travail s'est encore accrue avec l'organisation modulaire des tâches. ***La Fed ne l'avait pas compris*** à l'époque parce que jusqu'alors, la stabilité des prix avait suffi pour résorber les crises. ***Il en a résulté un chômage structurel.***

- Aujourd'hui, la Banque du Japon ne l'a pas encore compris. Ni la Banque centrale Européenne d'ailleurs. En Europe, il en résulte, comme dans les années trente américaines, un chômage structurel élevé. ***Au Japon***, comme cette absence de reflation s'inscrit dans un environnement caractérisé par une règle de paiement molle, ***il en résulte une productivité du travail non transférée –i.e. protégée– toujours faible, et une précarisation d'une partie de la main-d'œuvre.*** La crise

américaine est là pour rappeler que la dualité croissante du marché du travail japonais observée plus haut, et qui est exacerbée par l'importance donnée au capital humain de nos jours, appelle une reflation même faible, pour dépasser ces rigidités nominales naturelles et faciliter une transformation du modèle salarial trop difficile dans la crise. Et ***plus la période d'ajustement s'étirera, plus cette dualité se creusera et plus grand sera le besoin de reflation.***

1.3.2. Le marché du capital : *bad credit* versus *credit crunch*

- Au Japon, les évolutions observées sur le marché du travail et l'ajustement tardif de la part des profits dans la valeur ajoutée, illustrent la lenteur avec laquelle les entreprises ont engagé les ajustements réels et financiers. La suraccumulation de capital dans le système productif privé, archétypique du modèle de rattrapage économique qu'est le Japon, s'est dégonflée tardivement et lentement, remettant en question 'en douceur' le modèle de régulation salariale et les pratiques de gouvernance dont elles sont indissociables. Dans la phase intermédiaire actuelle, le marché externe du travail n'est toujours pas utilisé comme mode de réallocation de ce facteur. La réallocation des actifs n'est que partielle et donc, encore peu performante. On s'intéresse à présent plus en détail aux conséquences des comportements d'offre de crédit sur les mécanismes d'accumulation et la dynamique macroéconomique.

Cette transition douce est l'effet indirect mais voulu d'une politique prudentielle bancaire menée par une tutelle non-indépendante, responsabilisée explicitement à la fois sur la stabilité bancaire et sur la croissance économique. L'interférence d'un objectif macro dans une institution par nature microéconomique, a d'abord retardé de huit années la restructuration bancaire, avant de l'engager de manière 'douce', en ne resserrant que très progressivement son contrôle.

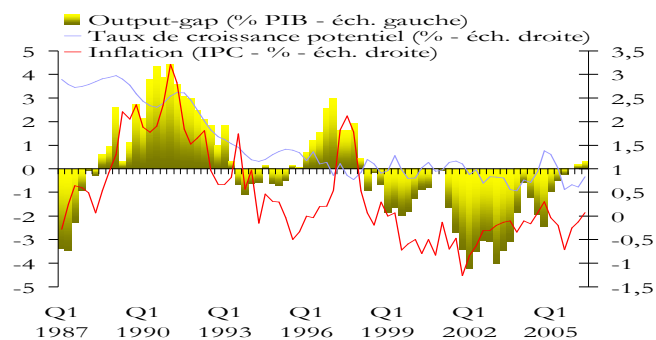
Le résultat est que pour s'y conformer tout en évitant de lâcher leurs emprunteurs les plus en difficulté, les banques ont reproduit sur le marché du capital la dualité croissante observée sur le marché du travail. Pour protéger des entreprises en difficulté les plus archétypiques du modèle de régulation antérieur, elles ont dû rationner les nouveaux emprunteurs, plus sévèrement que si une règle de paiement dure avait été appliquée à l'ensemble des entreprises.

C'est l'histoire qui est racontée en détail dans le chapitre suivant. Cette dualité a perduré parce que ce soutien aux entreprises en difficulté était lui-même mal conditionné. Les progrès dans l'assainissement des bilans bancaires et dans le relèvement des ratios prudentiels ont alors masqué des dysfonctionnements dans l'allocation du facteur capital par le système bancaire, qui ont généré de nouvelles pertes, de sorte que ***l'offre bancaire de mauvaise qualité s'est aussi raréfiée plus vite que ne l'impliquait le niveau élevé des taux réels.*** La politique bancaire dite *structurelle* engagée après 2002 visait à réduire ces dysfonctionnements, mais les progrès enregistrés n'ont pas permis de relever une exploitation bancaire extrêmement faible et continuant de sous-facturer les risques. La lenteur du processus de stabilisation bancaire gage les

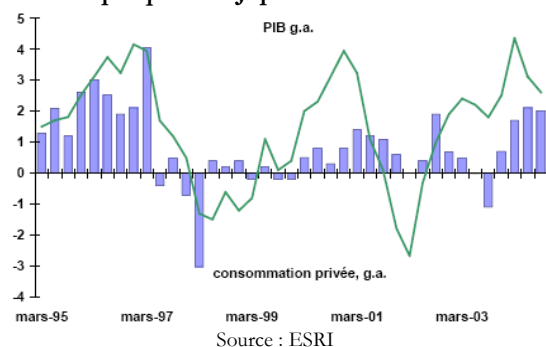
perspectives de sortie du cycle financier des années quatre-vingt de deux manières : (i) en freinant le processus de réallocation des facteurs, elle a longtemps entretenu un stock de capital excessif – donc sa faible efficacité unitaire– et un modèle de *management* dont la cohérence d'ensemble s'était dissoute dans la déréglementation financière des années quatre-vingt, puis dans celle des services de 1996-97 ; (ii) en refusant de traiter d'emblée l'insolvabilité bancaire, elle a limité durablement la capacité de prise de risque du système de crédit, excluant l'enclenchement d'un nouveau cycle du crédit et d'une dynamique autonome de la demande intérieure privée fondée sur l'endettement.

Les raisonnements habituels en analyse macroéconomique supposent une règle de paiement dure qui ne permet pas de rendre compte de l'impact de cette dualité dans l'offre bancaire sur l'économie réelle. C'est la raison pour laquelle les études de ce type peuvent détecter quand la contraction du crédit est expliquée par l'offre ou par la demande, dans des crises financières comme celle des Etats-Unis de la Grande Dépression, mais pas au Japon où la règle de paiement est relâchée partiellement. La littérature ne détecte de *capital crunch* au Japon que lors de la crise bancaire de 1997-98 (cf. Encadré 9), tandis que le reste du temps, l'absence de dynamique du crédit est perçue uniquement comme un problème d'anticipation, c'est-à-dire comme une baisse du désir d'endettement (Woo [2003], Watanabe [2002], Guichard [2000])⁹⁷. Comme la règle de paiement déficiente appliquée aux banques introduit un risque moral dans les comportements bancaires, l'insolvabilité bancaire ne produit pas un *capital crunch*, mais une concurrence destructrice dans le secteur réel, par une mauvaise allocation des facteurs et donc une baisse de leur productivité. ***Cette dualité de l'offre bancaire explique les pertes de corrélation entre les variables macroéconomiques, mais qu'on ne parvient pas à relier au crédit.***

Graphique 12 – Japon : Croissance potentielle, *output-gap* et inflation

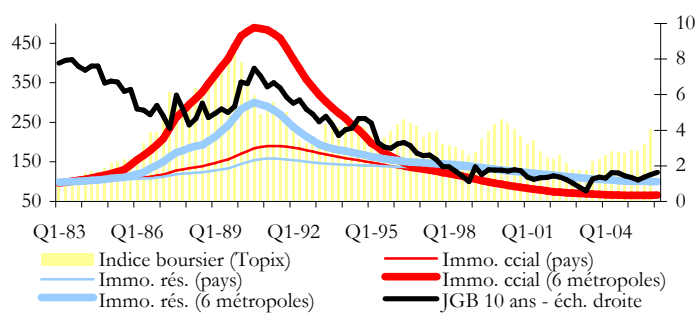


Graphique 13 – Japon : consommation



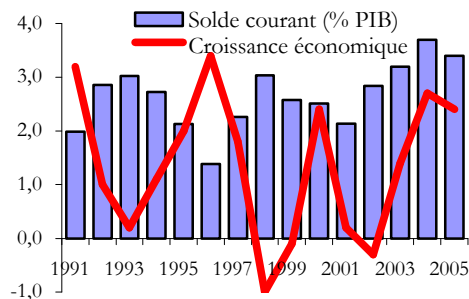
⁹⁷ Pour améliorer leur compréhension du canal du crédit, ces études macroéconomiques introduisent de plus en plus des variables sectorielles susceptibles de rendre compte de la mauvaise qualité de l'offre de crédit. Alors que les facteurs d'offre ne parviennent pas à expliquer l'absence de dynamique du crédit au niveau agrégé, ce résultat varie en fonction de l'échantillon de banques considéré et des ratios de capital pris en compte. Woo [1999], notamment, montre que de 1996 à 1998, parmi les banques soumises au ratio Cooke, ce sont les moins bien capitalisées qui ont eu tendance à réduire le plus leurs crédits. Guichard [1998] et [1999] confirme ce résultat pour les grandes banques.

Graphique 14 – Japon : indice boursier NIKKEI, taux longs nominaux et prix de l'immobilier



Source : Datastream

Graphique 15 – Japon : solde courant et croissance économique



Source : Perspectives économiques de l'OCDE

Sur le plan des grands équilibres macroéconomiques, *la perte de corrélation la plus intéressante pour la suite du chapitre, est celle du pouvoir explicatif du potentiel de croissance et de l'output-gap*. Les dysfonctionnements sur le marché du capital ont ceci d'intéressant qu'une offre bancaire duale et en contraction entretient l'affaissement progressif parallèle de l'offre et de la demande globale : un faible taux de création d'entreprises fait écho au faible recours aux faillites des entreprises peu rentables. Il en résulte un *output-gap* négatif persistant mais stable en raison de l'impact négatif sur le potentiel de croissance de la faiblesse des investissements et de la faible productivité structurelle des entreprises (cf. Graphique 12). L'OCDE relève ainsi qu'aucun autre pays n'a souffert d'autant de semestres de croissance sous-optimale dans un même cycle financier (Kuttner & Posen [2003]), pour un écart au potentiel qui, à partir de la crise bancaire de 1997-98, a régulièrement atteint 4%⁹⁸ ! Cette dualité dans l'offre de crédit explique pourquoi dans son étude approfondie sur la formation des prix, la Banque du Japon [2000] relève qu'au cours de la décennie écoulée, l'inflation est devenue moins sensible à l'*output-gap*, c'est-à-dire que celui-ci a perdu ses capacités prédictives⁹⁹. Elle rend compte d'une déflation qui pour être contenue depuis 1995, n'en est pas moins enracinée, étouffant les sursauts conjoncturels. Allons plus loin. Compte tenu d'une stabilisation bancaire d'abord repoussée puis conduite de manière douce et sans grande crédibilité jusque 2002-03, *l'absence de perspective de stabilisation bancaire a également entraîné l'effondrement des prix des actifs* dont la durée de vie est la plus longue et qui sont le plus représentatifs des conditions générales de la croissance et de la disponibilité du crédit : les taux longs sur la dette publique, les prix de

⁹⁸ Au cours des quinze années de crise larvée, il y a eu deux épisodes au cours desquels on a cru pouvoir entrer dans un nouveau cycle d'affaire : au cours de la forte croissance mondiale de 1996-97 et de la bulle technologique de 1999-2000. La rareté du capital bancaire a fait qu'à aucun de ces moments l'offre agrégée de crédit ne s'est accrue. Ces espoirs de reprise ont été rapidement déçus, pour le premier cas, en raison des erreurs de politique budgétaire et de l'éclatement, de la crise asiatique, pour le second cas, suite à l'éclatement de la bulle spéculative.

⁹⁹ La littérature fournit une autre explication d'ordre technique à cette perte de pouvoir prédictif. Voir notamment Kenneth & Posen [2003] et Bayoumi [2000].

l'immobilier et dans une moindre mesure la bourse¹⁰⁰. Le taux longs publics sont tombés à un plancher record 1,2% pour des maturités de dix ans puis se sont stabilisés autour de 1,4/1,5% restant insensible même à l'embellie de 2004/05. L'immobilier commercial des grandes métropoles a chuté de près de 90% par rapport au pic de 1990, les ramenant aux prix de 1981. Quand à l'indice boursier, avant la remontée récente de l'automne 2005, il stagnait au niveau de fin 1985.

Pour la suite du chapitre, on retient de ce qu'il vient d'être dit **deux conclusions importantes** :

- (i) Des indicateurs cycliques ordinairement utilisés pour la politique macroéconomique, comme le potentiel de croissance et l'*output-gap*, **perdent leur caractère prédictif**. L'apparition d'un écart positif à la croissance potentielle peut être expliqué par le soutien à l'activité apporté par les politiques conjoncturelles, mais ne signifie aucunement le passage d'un cycle des stocks à un cycle d'investissement, parce que la contrainte financière exercée par la crise bancaire est structurelle, même si elle est invisible dans les indicateurs classiques de *capital crunch*. Il y a une incertitude radicale sur la fin du cycle qui biaise toute l'analyse macro, parce qu'elle conduit logiquement à anticiper une crise permanente mais lente sur un horizon infini.
- (ii) Cette incertitude sur l'échéancier de la stabilisation bancaire se transmet à l'ensemble des prix d'actifs et explique les chutes d'ampleur exceptionnelle au Japon. Ils **surréagissent** au rythme de dégradation de la conjoncture et pour les plus instables, comme les actions, cette incertitude les conduit aussi à surréagir sur le court terme aux chocs positifs temporaires¹⁰¹.

● **Aux Etats-Unis, il n'y a pas de dysfonctionnement micro du marché externe du capital tel qu'au Japon.** La *New-Deal* commence par la création des institutions modernes de la faillite bancaire¹⁰² et par la recapitalisation des banques, dès 1933. Ces programmes sont assez bien conçus pour ne pas introduire un risque moral dans l'offre bancaire¹⁰³. La règle de paiement est aussi dure après qu'avant ces réformes, de sorte que la réallocation du capital fonctionne bien au

¹⁰⁰ Dans une moindre mesure puisque la valorisation du capital d'une société cotée, en intégrant les revenus futurs, intègre aussi le risque moral dont elle bénéficie éventuellement. Les banques, assurances, sociétés du BTP et de l'immobilier étant très présentes dans le NIKKEI, sa valorisation introduit un biais à la croissance économique future en plus du biais classique de taille des entreprises cotées, dont le risque de défaut n'est pas représentatif de celui de l'ensemble de l'économie, qui comprend également les PME.

¹⁰¹ C'est valable pour l'immobilier comme pour les taux longs et pour les actions. Le krach obligataire intervenu au terme de la crise bancaire de 2002-03 illustre cela pour les taux longs. Pour les actions, on peut se remémorer l'exemple de la plus-value massive réalisée par Renault lors du rachat de Nissan à la bourse de Tokyo, où aujourd'hui la société mère française a une capitalisation beaucoup plus petite que celle de la société japonaise rachetée.

¹⁰² Système fédéral de garantie des dépôts obligatoire, injections de fonds publics et nationalisation possibles au lieu de la liquidation des banques insolubles et en compensation, introduction d'une réglementation et d'un contrôle bancaire spécifiques, etc. (voir la section 1.2.2. du chapitre suivant consacré à la crise bancaire).

¹⁰³ Cf. Chap. IV - 1.2.2.

sens où le marché du crédit sélectionne correctement les risques. La séparation des activités de titre et de crédit et l'élargissement de la gamme des papiers éligibles à la Fed, en éloignant le risque systémique, renforcent la stabilité du cadre d'activité des établissements de crédit. Les banques sont encouragées à réduire leurs réserves et à relever la part du crédit à l'actif. De fait, elles parviennent à maintenir la qualité de leur exploitation bancaire. Pourtant, comme on l'a vu plus haut, la contraction du crédit se poursuit jusque tard dans la reprise.

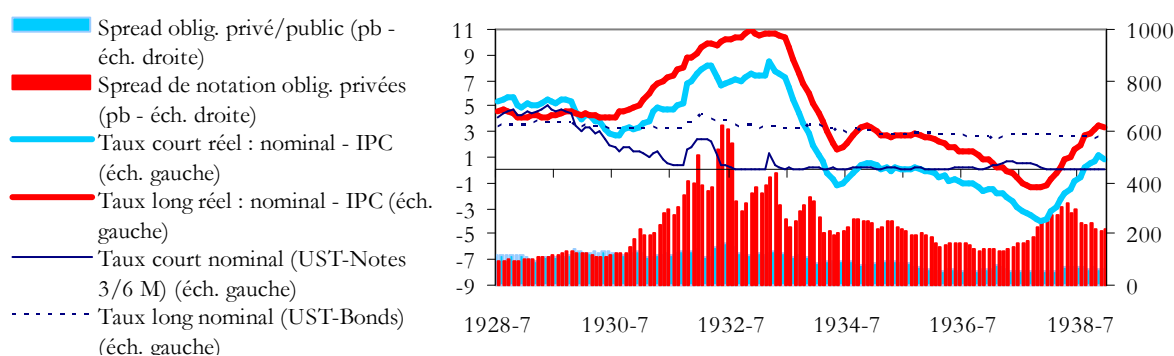
Ce gel du crédit n'est pas seulement la conséquence du niveau des taux réels, mais résulte également d'un credit crunch persistant qui étouffe la reprise. Après 1933, les actifs totaux des banques augmentent vite mais avec des effets de composition. Leurs avoirs sont massivement placés en titres courts et en emprunts d'Etat, tandis que le crédit et la dette privée de marché restent rationnés. Les obligations passent de 80% à 75% du portefeuille de titres entre 1929 et 1932. Cette part tombe à 55% en juin 1933, puis 45% en 1935 et 1936. Mais en même temps, les titres à moins d'un an passent de 16% du portefeuille en 1928-29 à 50% en 1932-33 et à 70% en 1935 et 1936. Le ratio des actifs liquides au total des actifs reste donc constamment très supérieur à celui de 1929, et même à celui de mars 1933 jusqu'à 1940. Ainsi, les crédits ne représentent plus que 26% des actifs bancaires en mars 1936, contre déjà un niveau très bas de 36% en mars 1933, au creux de la dépression ! Son encours total baisse même légèrement sur cette période. Si cela avait résulté d'une faiblesse de la demande, les actifs dont la part augmente dans les portefeuilles bancaires auraient été ceux dont les taux augmentent relativement aux taux des autres actifs. Or on observe le contraire : les taux sur les obligations publiques et de bonne qualité baissent plus vite entre 1933 et 1936 que les taux sur les obligations privées de qualité inférieure, et le *spread* de notation reste à un niveau élevé (250 pbs en moyenne) jusqu'à l'accélération de 1936. La structure des taux d'intérêt révèle donc que la stagnation du crédit s'explique en premier lieu par un rationnement de l'offre. ***Cette baisse de la PPL des banques n'intervient pas avant mi-1936.*** Compte tenu de la rareté du crédit, les marchés financiers se reprennent lentement (cf. Graphique 19). L'afflux massif des capitaux étrangers à partir de la seconde moitié de la décennie n'y contribue que marginalement parce qu'il est concentré sur les marchés de la dette publique, sur les meilleures notations. Les émissions de fonds propres demeurent rares, même pour les banques recapitalisées et les grandes entreprises soutenues par des programmes publics (assurances, chemins de fer, etc.).

Graphique 16 – Etats-Unis :
indice boursier S&P

Graphique 17 – Etats-Unis :
Investissement

Graphique 18 – Etats-Unis : taux
d'intérêt nominal

Graphique 19 – Etats-Unis : taux nominaux, réels et *spreads*



Dans les phases de sortie de crise bancaire, les établissements de crédit déstabilisés ou choqués par celle-ci ou par la manière dont elle a été résolue, adoptent systématiquement des comportements excessivement averses au risque, et que les gouvernants doivent prendre en compte pour assurer la reprise. L'effondrement bancaire des années 1929-33 crée de profonds traumatismes parmi les banques, parce que il résulte d'avantage d'une crise de liquidité mal gérée par la Fed, que d'une activité spéculative effrénée sanctionnée par la récession.

C'est à l'aune de ces traumatismes vis-à-vis de la liquidité que le *credit crunch* des années de reprises doit être compris. Or ces crispations ne sont pas des fatalités et dans une certaine mesure, les gouvernants peuvent les résorber. Ainsi dans les années trente, la banque centrale, qui est à la source de la liquidité ultime, avait un rôle particulier à jouer pour restaurer la confiance des banques en la viabilité du système de paiement, en martelant sa détermination à préserver la liquidité bancaire. On voit dans la dernière partie de ce chapitre que la persistance exceptionnelle du *credit crunch*, trois ans après le retournement, vient, en partie au moins, de ce que la Fed n'a pas assuré ce rôle.

La réponse des entreprises au credit crunch est une poursuite de la réduction nette du stock de capital pendant la reprise. L'investissement net, qui demeure négatif jusque la fin de 1935, est le croisement remarquable d'une remontée de l'investissement brut des entreprises, compensée par un rythme de liquidation anticipée d'actifs productifs aussi intensif en 1935 qu'au plus fort de la Grande Dépression (cf. Graphique 17). Derrière sa contraction nette, il y a donc une recombinaison massive du capital. Le mouvement croisé d'investissements et de liquidations décrit une modernisation accélérée de l'outil de production. Elle est expliquée par des gains de

productivité microéconomiques résultant d'innovations technologiques et par les innovations managériales du fordisme, sans que ces gains se retrouvent au niveau macroéconomique. Dans les années vingt, la plupart des entreprises innovantes sont financées via les marchés financiers, principalement en bourse, dans la mesure où les banques octroient principalement des prêts à court terme. Or le financement par action reste très onéreux, contraignant tout particulièrement le développement industriel des innovations technologiques¹⁰⁴. Quand aux innovations associées au fordisme, on peut en apprécier les effets en mettant le mouvement croisé d'investissement brut et net en rapport avec le faible nombre des créations d'entreprises et avec la distinction très visible entre, d'un côté, une exploitation des grandes entreprises manufacturières restaurée dès la fin 1933 et qui en 1937 retrouve le niveau élevé de 1929 et de l'autre, **des PME manufacturières qui affichent jusque fin 1935 une rentabilité d'exploitation négative** et qui, à l'aube de la *Roosevelt Recession*, est encore trois fois inférieure à celle de 1929 (cf. Graphique 25).

Dans ce tissu d'entreprises en recomposition, le *credit crunch* joue un rôle particulièrement déstabilisateur parce qu'en étouffant l'investissement, il bloque le processus de transmission des importants gains de productivité micro vers la demande globale, de sorte que la réallocation des facteurs par les marchés externes s'effectue 'par le bas', c'est-à-dire par une réduction nette du stock de capital, exactement comme dans la dépression, l'hétérogénéité des états financiers entre les grandes entreprises manufacturières bénéficiaires des innovations des années vingt et les autres entreprises, avait exacerbé la sensibilité de la conjoncture aux crises de liquidité¹⁰⁵.

On aboutit au paradoxe suivant lequel **les innovations, à la source de la croissance, ont finalement une influence macro négative** sur le court et moyen terme, parce qu'elles s'appuient sur un marché du crédit incapable d'assurer les besoins exceptionnels de transferts de capital à demande globale donnée. Ce problème, le Japon l'a aussi rencontré en 1997, quand il a procédé à la libéralisation du secteur des services en pleine crise économique et bancaire.

¹⁰⁴ En bourse, le dividende versé à l'émission en 1936 atteint encore en moyenne 8,65%, contre 5,24% en 1928.

¹⁰⁵ Comme les avancées technologiques et de management interviennent dans l'industrie lourde, les transports et l'énergie, ces activités dégagent des gains de productivité qui, dans les années vingt, se concentrent dans les grandes entreprises. Ils leur assurent des profits supérieurs et soutiennent des salaires élevés pour fidéliser la main-d'œuvre. Les PME, moins aptes à tirer parti des innovations, ajustent partiellement leurs politiques de rémunération de la main-d'œuvre sur celles des grands groupes, d'où une qualité de leur main-d'œuvre qui se dégrade et avec elle, leur rentabilité d'exploitation. Au cours des années vingt, elles sont contraintes d'ajuster leurs politiques de dividende sur celles des grandes entreprises (Hunter [1982]), absorbant les bénéfices non distribués, donc épuisant les capacités d'autofinancement. L'hétérogénéité du capital conduit à des asymétries financières creusées en 1929. Dans les années antérieures, la forte hausse de l'endettement nominal et relatif des PME s'oppose au désendettement des grandes entreprises. Le niveau important des faillites sur 1922-29 (1,05% l'an, contre 1,35% sur 1930-32) révèle donc une dépréciation du capital ancien accélérée par la crise de liquidité. Les grandes entreprises participent à la dynamique déflationniste, en détruisant par anticipation leur propre capital, mais leur accès à la liquidité leur permettent de conduire ces opérations de manière ordonnée, maîtrisant leur rentabilité d'exploitation et donc leur position de liquidité. Seules les grandes entreprises augmentent leur ratio de *cash/CA* au cours de la dépression (Hunter [1982]) et leur rentabilité demeure globalement positive, même au pire de la crise. Fin 1932, 1% des entreprises les plus importantes détiennent plus de la moitié des liquidités de l'ensemble des entreprises, tandis que les fermetures volontaires d'ateliers sont bien plus importantes que les faillites au cours de la dépression. Ces asymétries restent saillantes au cours de la reprise, puisque le *credit crunch* entretient la rareté de la liquidité (voir aussi note 96).

L'intensification de la concurrence sur un secteur surendetté et dont la rentabilité d'exploitation est particulièrement faible, où les anticipations sont déjà orientées à la baisse et où les fonds propres bancaires sont rares, a généré des gains de productivité au niveau micro, mais a aussi intensifié la crise au niveau macro, en gonflant les bilans de banques déjà sous-capitalisées de nouveaux prêts non-performants et ce faisant, en rationnant encore l'offre de crédit aux nouveaux emprunteurs¹⁰⁶ Aux Etats-Unis, la contraction du stock de capital, parallèlement à sa modernisation accélérée, explique largement la difficulté des entreprises à absorber la main d'œuvre disponible sur le marché du travail –le chômage de long terme discuté plus haut– et le degré très hétérogène de reprise suivant les segments d'activité : tandis que mi-1937, la production nationale brute dépasse son niveau de 1929, elle demeure inférieure de 60% au niveau d'avant crise dans l'immobilier résidentiel mais dépasse de 10% ce niveau dans le secteur des biens de consommation non durables.

Au-delà de l'explication du *credit crunch* comme un traumatisme bancaire entretenu par la Fed, la rareté du crédit résulte aussi de taux d'intérêt réels qui demeurent élevés en raison des faiblesses chroniques de la demande globale (cf. Graphique 19), et face auxquels la politique monétaire ne peut pas apporter à elle seule une réponse suffisante. On rappelle là un trait caractéristique de la crise des années trente, entrevu plus haut, qui est d'être ***la première crise moderne du capitalisme*** : l'arrivée de l'économie américaine à un haut degré de maturité a accru la volatilité de la courbe d'efficacité du capital au point d'atteindre des niveaux de taux réels bloquant toute reprise par les seuls mécanismes monétaires. Les innovations techniques et de management introduites par le taylorisme puis le fordisme, sont à l'origine des rigidités nominales apparues spontanément sur le marché du travail, dont il a été question plus haut, et créent aussi les conditions d'une concurrence plus intense, par la standardisation de la production et par la consommation de masse. Au-delà du problème du *credit crunch*, le passage au régime fordiste, suivant le terme régulationniste, en opposant grandes et petites firmes, accroît transitoirement l'hétérogénéité du capital physique entre ces catégories d'acteurs, dont on a vu les effets différentiels sur l'investissement ci-dessus, en même temps qu'il réduit structurellement leurs marges nettes, avec pour effet ***d'accroître structurellement les fragilités financières, c'est-à-dire la sensibilité du crédit à la conjoncture.***

¹⁰⁶ La troisième partie du chapitre suivant détaille ce point.

Conclusion récapitulative de la première partie

● Cette partie, consacrée à la nature des deux crises, a permis de poser le cadre de notre étude comparative. Il s'agit dans les deux cas de crises imposant des fluctuations de prix d'actifs de grande amplitude, dans le cas du Japon, parce que la réallocation des crédits implique le transfert d'un actif illiquide, l'immobilier, dans le cas des Etats-Unis, parce que les innovations technologiques et dans les méthodes de gestion de la production imposent des réallocations de grande ampleur. L'accession des Etats-Unis au stade d'économie mature introduit deux problèmes nouveaux que l'étalon-or auparavant n'avait pas à gérer : l'intensification de la concurrence, qui accroît l'instabilité financière de l'économie, et les rigidités nominales, qui justifient la reflation pendant la reprise. Ces deux problèmes, qui sont ceux que rencontrent toutes les économies développées aujourd'hui, permettent dorénavant et déjà de dire qu'***un obstacle à la reprise au Japon, est, comme aux Etats-Unis, l'incapacité des politiques économiques à déclencher cette reflation.*** Nous avons vu aussi que dans le cas du Japon, la protection mal conditionnée apportée aux banques a ralenti considérablement la réforme du modèle bancaire traditionnel, empêchant en aval le développement des marchés externes de facteurs. Les dysfonctionnements dans l'offre de crédit ont donc amplifié les pertes bancaires en organisant le gel du marché immobilier, et en reproduisant sur le marché du travail la dualité dans l'offre de crédit. ***La règle de paiement molle a donc un coût macroéconomique et ce coût est la déflation structurelle rampante.*** Aux Etats-Unis, où la question du modèle bancaire n'a pas lieu d'être posée, les deux nouveaux phénomènes macroéconomiques imposent d'emblée d'aborder cette crise comme une crise de maturité pure et simple des institutions de la monnaie. Sur ce plan, les deux défaillances relevées pour l'heure sont l'absence de reflation et l'existence d'un *credit crunch* qui n'est pas expliqué par le risque de solvabilité moyen *ex-ante* dans l'économie –i.e. le taux réel– et qui donc, par déduction, ressort d'un problème de liquidité bancaire.

On a vu aussi que les Etats-Unis semblaient, comme le Japon, être dans une situation de trappe à liquidité, dont la conséquence première est de déresponsabiliser la banque centrale par rapport à la crise conjoncturelle. Dans la mesure où celle-ci est par construction à la source de toutes les institutions de la liquidité, ce constat de trappe à liquidité nous a amené à formuler la question centrale de ce chapitre : la Banque du Japon a-t-elle vraiment fait son maximum pour reflater l'économie ? Pour répondre à cette question, nous avons besoin, de savoir si les autres instruments de politique contra-cyclique ont été correctement mobilisés, parce que de cette réponse, dépend la latitude de la banque centrale. C'est ce que l'on fait à présent. La partie ci-dessous montre pourquoi le comportement du taux de change du yen n'a pas favorisé

l'ajustement macroéconomique. Le contraste du comportement du yen avec le grand succès de la dépréciation du dollar sur 1933-34 illustre en quoi une règle de paiement domestique défectueuse modifie les mécanismes classiques des relations économiques et financières internationales.

2. Le taux de change du yen : l'autre canal perdu de l'ajustement macroéconomique

- Une organisation monétaire incapable de maîtriser sa règle de paiement ne peut plus compter sur le canal du taux de change pour l'ajustement macroéconomique. Elle perd son influence sur la valeur externe de sa monnaie, quand celle-ci est librement convertible. Dit autrement, le système monétaire international l'isole en lui confisquant la partie de sa souveraineté monétaire qu'elle partage avec lui. C'est ce que l'on montre ici. Cette sanction intervient *de facto*, parce qu'il est impossible d'évaluer le taux de change d'une économie structurellement en récession comme un prix d'équilibre des grandeurs macroéconomiques. Dès lors, déraciné de ses fondamentaux macroéconomiques, il est réduit à un prix d'actif évalué dans une logique spéculative pure.

On étudie le succès de la politique du dollar aux Etats-Unis sur 1933-34 où les fluctuations du change servent bien la politique contra-cyclique, (2.1.) pour ensuite comprendre l'instabilité du yen, reflet de l'instabilité bancaire (2.2.).

2.1. *Quand le taux de change sert la stabilité macroéconomique : la politique du dollar sur 1933-34*

- En expliquant pourquoi la politique du dollar sur 1933-34 a été ***un succès plus grand qu'on le pensait à l'époque***, on revient sur les conditions de réussite d'une politique de change contra-cyclique, sur ce qu'il faut en attendre et ce à quoi elle ne peut pas répondre. C'est le rapport du taux de change à la dureté de la règle de paiement (dure ici, molle au Japon), au niveau des taux réels (élevé ici, moins au Japon) et au type de prix d'actif qui guide le cycle (international puis domestique ici, purement domestique au Japon).

La première partie (2.1.1.) restitue le déroulé historique de la politique du dollar en insistant sur le fait que la première étape fut la stabilisation bancaire. A titre indicatif, elle est complétée par l'annexe n°5 du chapitre III, qui établit un parallèle entre cette expérience réussite et celle désastreuse du décrochage du peso argentin en 2001. La seconde partie (2.1.2.) discute son impact macroéconomique.

2.1.1. La politique de l'or

- Avant mars 1933, les Etats-Unis participent au système international de l'étalon-or. La *politique du dollar* sur 1933-34 s'insère donc dans le cadre plus général de la *politique de l'or* de l'Administration Roosevelt. Pour notre approche comparative avec le Japon, il est important de

relever que *cette politique de l'or commence une fois que le National Bank Holiday (NBH) est décrété par Roosevelt*, soit le 6 mars 1933. C'est seulement à partir de là que les Etats-Unis suspendent la convertibilité-or du dollar et déclarent l'embargo sur l'or.

Le NBH impose la suspension de l'ensemble des activités du système bancaire, alors au bord de l'implosion et ce faisant, stoppe net les ruées sur les dépôts, l'effondrement du crédit et les débuts de conversion des billets en or. Il marque la fin de la crise de liquidité aiguë et de la dépression qu'elle entretenait activement et pour cela, est le signal de la reprise. Pour en finir avec l'instabilité chronique qui caractérisait le système de crédit des Etats-Unis jusqu'en 1933, et ainsi éviter que cette période de suspension ne soit qu'une parenthèse dans la crise, la réouverture du système bancaire, une semaine plus tard, impose un programme massif de recapitalisation des banques et une réforme radicale de leur cadre prudentiel. Ils sont étudiés dans le chapitre suivant (Chap.IV – 1.2.2.). Parallèlement, Roosevelt lance la première vague de la *New-Deal*, en 1933 et 1934, un ensemble de nouvelles régulations de marché accompagnées d'une politique budgétaire dont la politique agricole est la pièce maîtresse, et la plus grande réussite. Pour le moment, retenons que le préalable à la politique de l'or et au décrochage du dollar fut la stabilisation bancaire dans le cadre d'une règle de paiement dure, et que cette politique de l'or a été accompagnée d'un programme budgétaire ambitieux, ciblant le secteur le plus frappé par la crise, l'agriculture.

● ***En quoi consiste la politique de l'or ?*** Il s'agit d'une politique à deux volets indissociables. ***Le premier volet*** consiste à sortir les Etats-Unis du système de l'étalon-or classique, en nationalisant et démonétisant complètement l'or en moins de deux mois, à compter du 5 avril¹⁰⁷. La création monétaire est toujours assise sur les avoirs en or, mais ceux-ci sont conservés et monopolisés par la banque centrale *pour le compte du Prince-monnayeur*, de sorte que le mécanisme original de l'étalon-or classique, qui est originellement la concurrence monétaire entre le papier et le métal précieux, est supprimé. Dans cette première étape, le Prince répudie les dettes internes en imposant comme seul moyen de paiement et unité de compte le dollar, qu'il devient impossible de convertir contre de l'or. Pour en obtenir, il faut passer par la conversion préalable en une devise, sous réserve que la banque centrale du pays émetteur assure la convertibilité-or de sa monnaie. D'une manière où d'une autre, les Etats-Unis conservent leur stock d'or, la convertibilité-or n'est plus son problème et la stabilité du taux de change ne se définit plus par un poids d'or mais s'exprime en terme de quantité de devise. ***Le second volet*** suit immédiatement. Il consiste à abandonner le taux de change fixe et à provoquer la dépréciation du dollar contre les grandes devises. C'est aussi, indirectement, une dépréciation de la valeur-or du dollar. Mais

¹⁰⁷ cf. Annexe n°5 sur la crise argentine pour le détail du processus.

comme la concurrence dollar-or est supprimée, comme le gouvernement des Etats-Unis possède tout le stock d'or du pays et comme, officiellement, il continue d'asseoir la création monétaire sur ces avoirs, la dépréciation entraîne un gain de compétitivité –la resolvabilisation rapide des secteurs dont les prix de vente sont fixés sur les marchés mondiaux– et une revalorisation massive en dollar du stock d'or concentré entre les mains du Gouvernement. Sa plus-value correspond au montant net de la dette interne répudiée au moment de la nationalisation de l'or¹⁰⁸. Et comme ces avoirs sont placés à la Fed contre des titres monétaires, cette plus-value accroît d'autant la base monétaire et relâche fortement la contrainte monétaire.

La politique de l'or résout donc deux des trois problèmes les plus saillants de la dépression : (1) l'étroitesse de la base monétaire, qui a servi d'argument à la Fed pour conduire une politique monétaire restrictive déstabilisante, et (2) l'insolvabilité massive du secteur primaire, en particulier le secteur agricole, le plus dévasté et qui dépend complètement des cours mondiaux des matières premières. Quant au troisième problème, (3) l'extrême fragilité des structures bancaires, il est traité en parallèle, par la réforme du cadre prudentiel des banques et par leur recapitalisation.

- Enfin, pour parachever cette présentation, on distingue **deux étapes dans la politique de change. La première, qui va de juin à septembre 1933, est le décrochage du dollar contre les autres monnaies.** Elle est déclenchée par le vote de l'amendement Thomas à l'*Agricultural Adjustment Act*, le 20 avril, qui outre les mesures de démonétisation de l'or, donne au Président le pouvoir de modifier le régime de change du dollar et d'en fixer le niveau par décret. Le gouvernement laisse d'abord le dollar flotter, au gré des mouvements de capitaux. Il se déprécie alors jusqu'en octobre, passant d'une valeur-or vieille d'un siècle de 20,67 à 29,82 dollars l'once, oscillant de +/-10% autour de ce cours. Soutenus par cette dépréciation massive, les cours des matières premières et la bourse se redressent momentanément, puis baissent à nouveau après septembre 1933. La *Conférence Economique Mondiale* du 19 juin devait trouver une solution monétaire à la déflation mondiale, qui devait passer par une dévaluation générale des grandes monnaies contre l'or. Mais entre la religion du Franc fort en France, à laquelle était associée la stabilité ministérielle, les hésitations américaines, entretenues par le lobby de l'argent promouvant le bimétallisme comme solution de sortie au flottement actuel, et le refus de la Grande Bretagne, recroquevillée sur son Empire et qui avait déjà dévalué la livre sterling deux ans plus tôt, le *statut quo* l'emporta. Suite à cet échec, les marchés ont craint des dévaluations non coordonnées par surprise, et un flottement généralisé des monnaies sans préparation, ce qui rappelait à juste titre les dévaluations déflationnistes du franc après celle de la livre sterling en 1931. En l'absence de perspective de stabilisation à moyen terme, les fluctuations des deux grandes monnaies en

¹⁰⁸ Cette répudiation fait disparaître l'effet négatif de la dévaluation de la valeur-or du dollar sur la richesse privée et publique, évalué par Kroszner [2003] à l'équivalent de 90% du PIB !

flottement, le dollar et la livre, se sont amplifiées, nourrissant le climat d'incertitude qui avait fini par se transmettre aux marchés de matières premières.

C'est pour répondre à cette absence de perspective que Roosevelt déclenche **la seconde phase de sa politique de l'or, le 21 septembre 1933, dite Plan Warren**. Il s'agit d'organiser **la dépréciation ordonnée de la valeur-or du dollar** en fixant quotidiennement un prix d'achat du métal précieux garanti par le gouvernement des Etats-Unis. La remontée attendue des cours des matières premières et des produits agricole, c'est-à-dire les prix d'actifs qui avaient guidé la crise, entraînerait une remontée générale des prix d'actifs domestiques. De fait, Roosevelt déclare d'emblée que cette dépréciation quotidienne durerait tant que les prix intérieurs ne seraient pas stabilisés. Parallèlement à son activité de restructuration bancaire, la RFC est alors chargée de procéder à des achats d'or d'abord sur le marché américain, puis sur le plus grand centre financier de la planète, à Londres, en fixant un prix d'offre d'achat explicite¹⁰⁹. Ces manipulations quotidiennes accompagnées d'achats d'or se poursuivirent jusqu'au 30 janvier 1934, date à laquelle Roosevelt arrête le taux de change à 35 dollars l'once d'or (*Gold Reserve Act*). Pourtant, à cette date, **la reflation des prix d'actif domestiques n'est toujours pas assurée**.

- *La fin de la politique de l'or tient d'abord à la déception de Roosevelt* : la politique de change ne semble pas être la bonne solution à la crise, au sens où elle n'est pas venue à bout des tensions déflationnistes. Il n'y a toujours pas de reprise autonome de l'activité. Dans ces conditions, poursuivre ces dévaluations quotidiennes sans fin prévue risque d'accentuer le désordre monétaire international. La section suivante montre que le diagnostic établi à l'époque est exagérément négatif.

2.1.2. La politique agricole, la reprise réelle et sa transmission aux autres secteurs

- La politique du dollar a eu une efficacité indéniable sur l'enclenchement de la reprise, mais elle ne pouvait pas suffire à elle seule. D'une part, lorsque le taux d'intérêt réel domestique est très élevé, une grande économie ne peut pas faire porter tout le poids de l'ajustement macroéconomique sur le reste du monde. D'autre part, si le prix d'actif qui guidait la crise était celui des produits agricoles, arbitré sur les marchés internationaux, celui qui doit guider la reprise est le prix des biens d'investissements, davantage influencé par la conjoncture domestique, d'où une capacité d'influence réduite du taux de change sur le taux d'intérêt réel.
- Au moment de la crise, le secteur agricole occupe la moitié de la population active et génère le tiers du revenu national des Etats-Unis. Sa resolvabilisation est une condition *sine-qua-non* de la stabilisation macroéconomique. L'impact de la dépréciation du dollar sur les prix et revenus

¹⁰⁹ Pour éviter les écarts internationaux du prix de l'or, il s'agissait de vendre à Londres des dollars contre des livres sterling, et avec, celles-ci de procéder à des achats d'or, en suite rapatriés aux Etats-Unis. En effet, ce mécanisme de dépréciation du dollar se poursuit si le prix de l'or dans la monnaie britannique est fixe, et les gains de compétitivité prix redressent le prix local des matières premières et de la bourse aux niveaux mondiaux si au départ, le marché des matières premières est stable et que les Etats-Unis ne pèsent pas trop sur la formation de son équilibre.

agricoles est spectaculaire (cf. graphiques ci-dessous), et ce résultat est d'autant plus remarquable qu'à la différence des dévaluations précédentes de la livre sterling, du franc français et du mark allemand, elle n'a pas déstabilisé les prix mondiaux. Trois raisons à cela : (1) le contexte international, (2) la politique agricole et (3) le *choc fondamental* sur les anticipations macro.

(1) En 1933, ***le contexte international a changé. Les chocs des dévaluations peuvent être plus facilement absorbés par l'économie mondiale.***

(a) ***Les dévaluations ont desserré la contrainte monétaire de l'étalon-or.*** D'une part, par la revalorisation du stock d'or national en terme monétaire dans les pays les ayant pratiqué. En particulier, à la suite du flottement de leurs monnaies, les économies britannique et suédoise ont pu être stabilisées et se portent mieux en 1933. D'autre part, ces dévaluations ont stimulé la production privée d'or, accroissant d'autant la base monétaire¹¹⁰.

(b) ***Les données du commerce international ont changé.*** Les volumes échangés se sont effondrés suite à la crise et à la remontée générale des barrières douanières. C'est surtout le cas des matières premières. Les biens toujours échangés sont soit des matières premières non produites localement, soit des biens manufacturiers sur lesquels la concurrence tarifaire joue moins. L'effet volume de la dévaluation est donc réduit, tandis que les comportements de marges sont importants, tant sur les importations que sur les exportations.

La dévaluation du dollar entraîne ainsi une revalorisation immédiate et forte des importations et des exportations des Etats-Unis –de sorte que les autres pays sont beaucoup moins affectés qu'avant– et un effet volume à court et moyen termes faible (cf. graphiques en annexe n°6 - Chap. III). Cet effet volume est le plus élevé dans les échanges de produits industriels manufacturés, et augmente avec le temps au bénéfice des Etats-Unis. Bernstein [1987] explique cela par l'impact des innovations introduites par les grands manufacturiers sur les exportations de biens finaux durables. Cet effet volume est par contre durablement faible sur les produits agricoles.

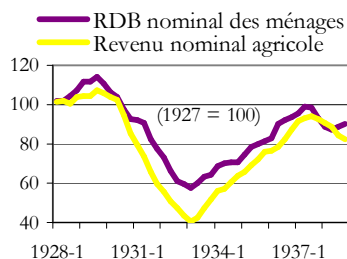
L'effet de richesse explique la forte remontée des revenus dans ce secteur, le plus frappé par la crise, mais dans la mesure où il n'aboutit pas à une reprise de la production agricole, il n'a au mieux qu'un impact indirect sur la reprise économique. C'est d'autant plus vrai que la hausse des cours agricoles en dollar a aussi un effet négatif sur le pouvoir d'achat.

(2) La deuxième raison pour laquelle les prix internationaux restent stables, et en amont, pour laquelle les volumes d'exportation ne vont pas augmenter, tient à ce qu'en parallèle des politiques bancaires et de l'or, ***l'Administration Roosevelt a engagé une profonde restructuration du***

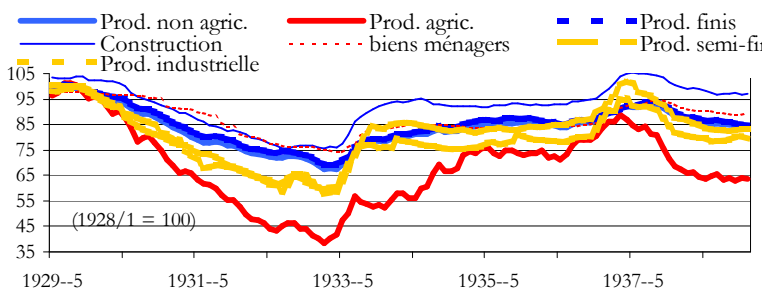
¹¹⁰ Celle-ci croît de 25 à 41 millions d'onces entre 1933 et 1941, dont aux Etats-Unis de 2,5 à 6 millions d'onces. Cet accroissement est suffisant pour que se produise un desserrement mondial de la contrainte de l'étalon-or, malgré un stock d'or américain croissant 1,75 fois plus vite que celui du reste du monde sur cette période (Kindleberger [1988]).

secteur agricole. C'est aussi la raison pour laquelle cet effet richesse, bien qu'indirect, va avoir un réel effet de relance sur l'activité.

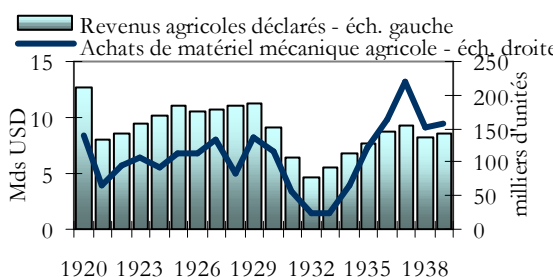
Graphique 20 – Etats-Unis : Revenu agricole et des ménages



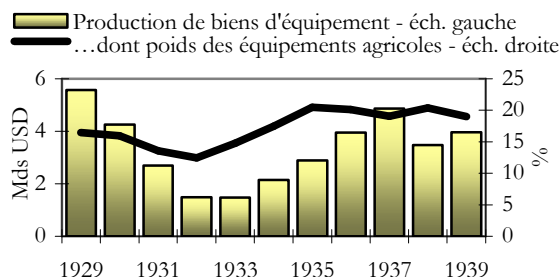
Graphique 21 – Etats-Unis : indices de prix de gros sectoriels



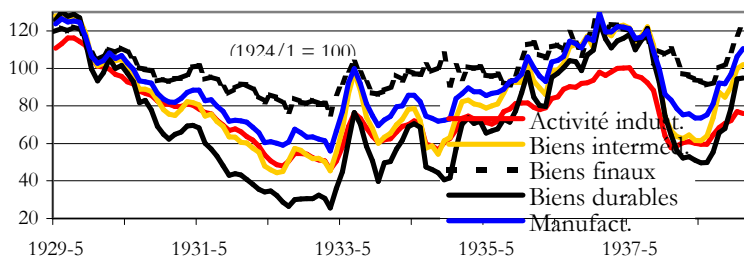
Graphique 22 – Etats-Unis : Revenus agricoles & mécanisation



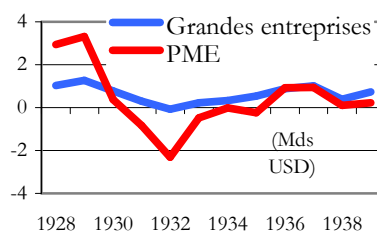
Graphique 23 – Etats-Unis : Production de biens d'équipement, dont agricoles



Graphique 24 – Etats-Unis : Indices de la production (1924 = 100)



Graphique 25 – Etats-Unis : Revenu net d'exploit. (sect. manif.)



Les mesures concernant l'agriculture sont principalement regroupées dans deux textes, l'*Emergency Farm Mortgage Act* (EFMA) et l'*Agricultural Adjustment Act* (AAA) d'avril et mai 1933.

Le premier texte concerne le traitement du passif des agriculteurs. Il crée la *Federal Farm Mortgage Corp.* début 1934, dans le but de racheter les dettes hypothécaires des agriculteurs aux institutions financières et de les restructurer en distribuant à ces derniers de nouveaux crédits à taux bonifiés. Il s'agit de suppléer à la disparition complète du marché hypothécaire en 1933, à la quasi absence d'offre de crédit au secteur agricole, et de trouver une solution aux gels de terres mises en hypothèques qui, quand elles ne peuvent être saisies du fait des lois de faillite locales, ne sont plus exploitées du fait soit de l'appropriation systématique du total des revenus par les créanciers –encourageant au gel–, soit de l'absence de fonds de roulement. Le revenu nominal

agricole a chuté des deux tiers pendant la dépression, contre 50% pour l'ensemble de l'économie et il affiche avec les taux d'endettement les plus élevés les taux de défaut sur la dette hypothécaire les plus élevés également, de sorte qu'en mars 1933, la moitié des exploitants fait l'objet d'une saisie. Donc sans traitement du surendettement, c'est toute l'activité de production agricole qui risque d'être paralysée et par là, la dépression qui risque d'être relancée. La *Farm Credit Administration* aurait permis à un demi-million d'agriculteurs de contracter de nouveaux emprunts et de financer la dette existante à un taux bonifié, évitant 77000 faillites agricoles (Saloutos [1982]). Le taux de délinquance sur les prêts agricoles est ainsi tombé rapidement pour se retrouver début 1935 au bas niveau de la fin des années vingt.

Le second texte, l'AAA traite l'actif du secteur, l'exploitation. C'est l'un des plus gros programmes budgétaires et structurels de la *New-Deal*, et certainement, celui qui fonctionne le mieux (Bernstein [1987], Libecap [1997]).¹¹¹ Il consiste en le rachat et la destruction par l'Etat Fédéral de tous les stocks accumulés pendant la dépression et en un programme de restriction de production fondé sur la réduction des surfaces exploitées¹¹². Elles diminueront effectivement de 30% en trois ans ! Enfin, l'AAA met en place des accords d'organisation de marché sous contrôle gouvernemental, qui garantissent un prix plancher sur les marchés. Le prix plafond n'est pas fixé explicitement, mais les objectifs de réduction de capacité peuvent être assouplis si ces prix s'élèvent trop vite, la loi confiant au Gouvernement un pouvoir discrétionnaire en la matière.

Parallèlement au traitement des dettes, les revenus agricoles sont quasiment garantis sur le moyen terme ce qui permet de relancer certaines activités de dépenses. Dans la mesure aussi où, au niveau individuel, ce sont les quantités de terre qui sont réduites, et non les quantités produites, et comme les réductions de capacités sont assorties de subventions d'exploitations, celles-ci servent immédiatement à financer la mécanisation du secteur.

Les graphiques ci-dessus illustrent la hausse régulière spectaculaire des revenus agricoles (+60% en un an et demi contre 25% pour le revenu national) et leur impact sur les dépenses du secteur. Les achats de matériels mécaniques croissent exponentiellement et dépassent de beaucoup les niveaux antérieurs à 1929. Clarke [1991] calcule qu'en 1929, 72% des agriculteurs auraient pu obtenir des économies de coûts en achetant un tracteur, mais 29% en possédaient un. En 1939, 55% d'entre eux en possédaient. Cette mécanisation explique l'accélération nette du trend de

¹¹¹ Il est suspendu en 1936, non pas comme d'autres programmes fédéraux de la *New-Deal* jugés contraires au droit des Etats définis dans la Constitution mais parce que financée sur des recettes d'impôts qui lui étaient directement affectées. Il est immédiatement réintroduit mais cette fois-ci, financé par l'impôt (cf. Supreme Court Judgement Case *United States v. Butler* de 1936).

¹¹² Pour organiser la stabilité des prix, un fonds d'adéquation des revenus est créé, (*Commodity Credit Corp - CCC*) qui prête aux agriculteurs un montant calculé comme un prix fixe donné pour une unité de sa production multiplié par la quantité produite : si le prix de marché dépasse le prix fixé, l'agriculteur peut vendre sa production sur le marché, rembourser son prêt et empocher la différence. Le fait que les prêts de la CCC n'ont pas de maturité ni de charges d'intérêt fait que la stabilité des revenus agricoles est assurée indépendamment des prix de marchés. Ce fond a ainsi octroyé 1,5 milliards de dollars d'avances sur 1933-39 (Rucker & Alston [1987]).

progrès technique observée dans l'agriculture et en particulier, dans les Etats du Sud et de la côte Ouest¹¹³. Ce nouveau débouché, l'équipement mécanique agricole est le soutien le plus dynamique à la reprise de la production de biens d'équipement, passant de 11% à 20% de son poids total. Temin & Wigmore [1990] notent ainsi que grâce à la politique coordonnée d'aide au passif et de restructuration de l'actif, ***l'accroissement d'un dollar des revenus agricoles a généré trois fois plus d'achats d'automobiles que s'il avait concerné les autres revenus***¹¹⁴.

(3) La dévaluation produit ***un choc radical dans les anticipations***, en particulier sur les perspectives économiques des Etats-Unis. Cette explication est avancée par Kindleberger [1988] et largement reprise dans la littérature¹¹⁵. L'argument du choc fondamental sur les anticipations serait pertinent à partir de l'engagement du Plan Warren mais pleinement intégrée seulement fin janvier 1934, lors du réancrage du dollar, compte tenu, dans un premier temps, de l'arrêt des amples fluctuations du dollar, puis de la réduction des tensions monétaires internationales produites par la dépréciation quotidienne du dollar sans durée indéterminée¹¹⁶. Pour valable que puisse être cet argument, on ne sait pas bien quoi mettre derrière ce '*choc radical*'. Il s'appuierait avant tout sur la conjonction de la réforme monétaire avec la stabilisation spectaculaire du système bancaire, perçues alors comme la victoire du *parti inflationniste*. Il s'agit alors d'un choc purement monétaire, mais qui stabilise les anticipations sur l'économie mondiale parce que pour les investisseurs, les Etats-Unis, qui avaient attiré l'or du monde pendant la dépression, mais soit pour que la Fed le stérilise, soit pour satisfaire le niveau de PPL très élevé d'un système financier qui s'effondre, vont à présent transformer cet or en pouvoir d'achat et le dépenser, enclenchant à nouveau le mécanisme de transmission internationale de la croissance.

¹¹³ En moyenne annuelle, les gains de productivité dans l'agriculture sont de 0,8% et 3% dans les années vingt et sur 1934-39 respectivement (Clarke [1991])

¹¹⁴ Voir aussi Butkiewicz & Martin [2003] sur l'impact positif de l'investissement agricole sur l'activité agrégée.

¹¹⁵ On retrouve cette interprétation en terme de choc exogène sur les anticipations dans tous les courants de la littérature. Romer [1991] parle d'un profond changement exogène dans les anticipations expliqué par une expansion monétaire exogène, c'est-à-dire hors le pouvoir d'un Fed. Bernanke & Parkinson [1989] l'expliquent davantage par la *New-Deal*. Ils insistent aussi sur l'impact de la stabilisation bancaire, comme Friedman & Schwartz [1963], mais ces derniers interprétant cela davantage comme une reconstitution du canal de la monnaie. Ce rôle des anticipations apparaît même parmi les théoriciens néo-classiques, comme Temin & Wigmore [1990]. Ils interprètent le décrochage du dollar comme un changement de régime monétaire effectué par le « parti de la monnaie » ou de « l'inflation » au Sénat et expliquent la reprise dans une approche par les anticipations rationnelles à la Sargent [1983].

¹¹⁶ Eichengreen & Temin [1997] modère l'interprétation de Temin & Wigmore [1990] consistant à dire que la sortie de l'étalon-or est un signal fort de victoire du parti inflationniste, en montrant qu'il y a une très forte volatilité du prix de l'or sur cette période. Autrement dit, sans doute la politique est inflationniste, mais il y a une grande incertitude sur la valeur du dollar (*policy signal was strong, but noisy*). Ferderer & Zalewski [1994] montrent que l'incertitude sur les taux d'intérêt baisse un peu au premier semestre 1933 puis monte nettement jusqu'au Gold Reserve Act de janvier 1934, après quoi sa baisse est très nette. Cet Act du Congrès marque la fin d'une période de forte instabilité monétaire, l'instauration d'un nouveau régime monétaire et paradoxalement, le véritable signe de victoire du parti inflationniste. Elle se traduit par une réduction de l'incertitude, par un relâchement de la crispation sur la liquidité et par une réduction des primes de risque.

Une explication de la stabilité des prix mondiaux malgré la dévaluation du dollar serait ainsi que les Etats-Unis cesseraient enfin d'aspirer l'or du monde pour le thésauriser. Ce raisonnement, pour juste qu'il soit, ne peut exclure les deux points précédents étudiés. En particulier, parallèlement au choc monétaire, il y a bel et bien un choc réel, concentré sur la production agricole américaine, qui permet de ne pas anticiper un déversement des produits américains sur les marchés internationaux.

- ***Au total, derrière ce 'choc radical d'anticipation', il y a un ensemble de mesures cohérentes qui sont prises quasiment en même temps***, et qui visent les points les plus faibles de l'économie américaine, la liquidité, la stabilité bancaire et l'agriculture, de sorte que la dévaluation a un effet positif maximal, bien qu'ayant au départ un effet volume très faible sur les échanges internationaux. La partie théorique précédente a été l'occasion de rappeler que la différence de fond entre les instruments monétaire et budgétaire est qu'en agissant directement sur le revenu et donc le taux d'intérêt réel, ce dernier comprend un volet structurel implicite qui peut être utilisé par faciliter la réallocation des facteurs. C'est exactement le cas ici, puisqu'avec la rapide resolvabilisation du secteur agricole, grâce à la politique de change et le traitement des passifs des exploitants, un vaste processus de réallocation de facteurs est encouragé. Du facteur capital, à travers le dégel des hypothèques et surtout, la mécanisation, et du facteur travail, puisqu'en contrepartie de la réduction administrée des capacités de production et de cette mécanisation, les besoins en main d'œuvre baissent, qui doivent être réorientés vers l'industrie.

- On en vient alors aux deux raisons pour lesquelles ***cette politique n'a pas suffi pour assurer la reprise***. La première est que la mécanisation et la réduction des surfaces agricoles déclenche un vaste exode rural, surplus de main-d'œuvre que l'industrie ne peut absorber que si la demande qui lui est adressée augmente fortement. Or –c'est la seconde raison–, ce secteur est lui-même en crise profonde, puisque comme nous l'avons vu, les innovations techniques et de management impliquent déjà des transferts de facteurs massifs. La dépense agricole qui a permis de transmettre la reprise à d'autres activités dans l'industrie, n'a pas suffi à absorber le surplus de main-d'œuvre. Le Graphique 24 montre ainsi qu'au niveau agrégé, la production industrielle s'essouffle après le choc positif de la dévaluation de 1933 et reste très irrégulière, voire recommence à baisser jusqu'au début de 1936. Elle fait écho à la déflation latente des prix des biens hors agriculture, observée dans le Graphique 86. C'est sur cette observation que Roosevelt s'appuie pour juger que la stratégie de dévaluation du taux de change a échoué et c'est aussi pourquoi des travaux comme ceux d'Eichengreen & Sachs [1985] trouvent qu'elle ne permet pas d'enclencher une reprise de l'activité aux Etats-Unis. En réalité, on en attendait trop. La politique de change pouvait résoudre la crise agricole, mais pas la crise économique, parce que si le secteur primaire guidait la dépression, il ne pouvait pas guider la reprise en raison de sa réduction de taille

à terme. Par contre à terme, c'est l'industrie qui doit croître dans la formation de la valeur ajoutée. Les transferts massifs de facteurs allaient vers l'industrie et entre segments de ce secteur, de sorte que c'était à ce secteur de guider la reprise, alors qu'absorber des facteurs de production inemployés impliquait des taux réels très élevés. La faiblesse générale persistante de la production dans chaque grande branche de l'industrie et le lent redressement de la rentabilité du secteur manufacturier (cf. Graphique 25), dénotent ainsi remarquablement avec le redressement rapide de la solvabilité du secteur primaire, et montrent que l'autre mode d'intervention directe sur les taux réels, *la politique budgétaire, n'a pas assuré un niveau suffisant de la demande globale.*

- L'efficacité de la politique de change dans le cas de la Grande Dépression vient de ce que (1) le prix de l'actif qui guide la crise est défini sur les marchés mondiaux, (2) l'inflation importée dans cette activité a baissé substantiellement le taux d'intérêt réel sur cet actif, et (3) s'accompagne d'un volet coercitif accélérant la réallocation des facteurs à l'actif. Dans cette histoire, (4) la stabilisation préalable du système bancaire s'est avérée cruciale parce qu'elle a maintenu une règle de paiement dure – assurant l'allocation efficace du facteur capital – tout en nourrissant un choc positif d'anticipation. La limite à cette politique de change est, outre l'ampleur de la dépression produite par la crise bancaire, la nature même de cette crise. A la concurrence accrue dans l'industrie – donc à son instabilité accrue –, se superposent un accroissement de son poids relatif dans l'économie et des transferts massifs de facteurs intra-sectoriels. La politique de change ne peut pas résoudre cette crise de développement, parce que ce secteur, où les taux réels sont également élevés, pèse trop lourd et est moins ouvert à la concurrence internationale. Cette crise de développement est une crise de la régulation monétaire, parce qu'elle requiert une nouvelle institution de la liquidité, la politique budgétaire.

2.2. *Quand le taux de change perd sa dimension macroéconomique : l'instabilité du yen*

- Le cas japonais se rapproche de la seconde phase de l'exemple précédent, c'est-à-dire après la dévaluation et le programme agricole, puisqu'ici, c'est un actif domestique qui guide la crise, l'immobilier, tandis que les grands manufacturiers exportateurs nippons se portent très bien. On peut dès lors s'attendre à ce que, comme aux Etats-Unis, la dépréciation du yen n'a pas d'effet réel durable sur la reprise. Mais à la différence du cas précédent, le contexte international est très différent. Il n'y a pas de dépression mondiale, les échanges commerciaux sont importants et surtout, alors qu'aux Etats-Unis, en 1933, les marchés financiers ne fonctionnaient plus, permettant aux gouvernements de mener une politique de change, le Japon est financièrement intégré à des marchés mondiaux liquides, de sorte qu'il est ici difficile pour le Gouvernement d'imposer aux marchés une politique de change : le yen flotte, reflétant les anticipations des marchés. La formation des anticipations est donc ici un problème crucial.

On voit à présent que les autorités nippones ne peuvent pas espérer une dépréciation de leur monnaie pour importer de l'inflation et stabiliser l'activité, moins parce que c'est un actif domestique qui guide

les anticipations que, plus en amont, parce que l'instabilité bancaire obstrue ce canal d'ajustement macroéconomique¹¹⁷. Les arguments théoriques qui fondent cette conclusion sont exposés (2.2.1.), puis appliqués au cas du yen, d'abord pour vérifier la perte d'influence du Japon sur la valeur externe de sa monnaie (2.2.2.), ensuite pour dissocier analytiquement les trois étapes de la crise du yen (2.2.3.).

2.2.1. Les principes

- On explique ici que l'instabilité bancaire résultant d'une règle de paiement domestique relâchée, revient à enlever à l'économie japonaise le canal du taux de change comme mode d'ajustement macroéconomique de moyen terme. D'une certaine manière, le Prince monnayeur, incapable de stabiliser son système de paiement, se voit confisqué la partie de souveraineté qu'il avait cédée en ouvrant son pays à l'économie mondiale, et qu'il avait mis en commun avec celles également cédées par les autres Princes monnayeurs, pour gérer collectivement le bien public qu'est le système monétaire international. Il en résulte un taux de change réel d'équilibre tendant à l'appréciation, pour contenir les tensions déflationnistes au Japon, mais comme les systèmes financiers restent ouverts, l'instabilité financière entretenue par ces risques moraux est exportée. Le taux de change réel d'équilibre, entaché de grandes incertitudes, est toujours dominé à court terme par des logiques financières, qui suivent une tendance contraire à la dépréciation, assortie d'une forte volatilité.
- Le raisonnement prend pour point de départ deux constats : les banques sont massivement insolvables et cette insolvabilité entretient un modèle d'exploitation déficient générant des pertes, de sorte que la réduction de l'aléa moral et la stabilisation bancaire sans intervention publique ne peut reposer que sur des hypothèses de profit et donc de croissance économiques fantasques. En même temps, bien que la stabilisation bancaire est inéluctable, il y a une incertitude totale sur la date à laquelle elle sera engagée sérieusement.

Ceci nous ramène au lien entre l'offre de crédit duale, la croissance potentielle et l'*output-gap* décrite page 184. Tandis que le manque de capital des banques, en rationnant durement les nouveaux et petits emprunteurs, réduit leurs investissements à un niveau inférieur à celui qu'ils désirent et donc, contracte la demande globale, le potentiel de croissance se réduit progressivement par le vieillissement du stock de capital qu'engendre le ralentissement de l'investissement, et par la faible rentabilité moyenne des investissements réalisés par les emprunteurs protégés de la faillite. Cette crise structurelle est caractérisée par un potentiel de croissance en contraction, mais toujours supérieur à la croissance effective, donc un *output-gap* toujours positif et par conséquent, une déflation rampante mais persistante. Le dépassement de la

¹¹⁷ Ce cas se distingue des modèles des modèles de crises de change dit de deuxième et troisième génération, où le problème posé est l'autoréférentialité pure, souvent assise sur des anticipations de déficit public, la dette extérieure en devise, etc. Ici, on s'intéresse au cas d'un pays dont le régime politique est stable, qui est très riche et qui n'a pas une dette extérieure en devises mais est au contraire le premier créancier du reste du monde et enfin, dont les institutions financières et bancaires sont par leur taille parmi les plus grandes au niveau mondial. Bref, c'est tout le contraire de la problématique traditionnelle d'un pays en développement. Le rapport de la politique bancaire à la politique de change discuté ici ne peut donc pas constituer un prolongement de l'annexe n°6 sur la crise Argentine.

croissance effective au-dessus de son potentiel ne peut conduire qu'à des tensions inflationnistes transitoires parce que la demande est bloquée dans un cycle des stocks. *In fine*, les anticipations de croissance sont caractérisées à la fois par une forte incertitude –date de stabilisation bancaire inconnue– avec un biais récessif structurel.

• Quelles conséquences pour le taux de change ? Si les dirigeants de cette économie s'appuient sur le reste du monde pour seulement stabiliser les prix domestiques, comme la croissance diminue en même temps que le potentiel de croissance, il faudra répéter les dévaluations à chaque cycle des stocks, tant que la stabilisation bancaire ne sera pas entreprise, c'est-à-dire pour une durée indéterminée. Une telle pratique entraînerait de graves perturbations dans le système monétaire international et constitue en soit une limite au recours cette pratique. A la différence des Etats-Unis, où le problème était un taux d'intérêt réel domestique excessif, un argument supplémentaire, *de principe cette fois-ci*, rend cette stratégie inacceptable pour le reste du monde. La crise japonaise, avant d'être une crise d'anticipations, est une crise de la régulation financière, appelant à un durcissement de la règle de paiement auquel le gouvernement rechigne compte tenu des enjeux politiques que ce durcissement soulève. Recourir à la politique de change pour soutenir l'activité revient à transférer une partie du coût macroéconomique de l'instabilité bancaire de la politique budgétaire vers le reste du monde, ce qui encourage les autorités à repousser l'échéance de la résolution de la crise bancaire. ***Il ne s'agit plus d'importer de l'inflation dans le cadre d'un cycle conjoncturel classique, mais de nourrir un risque moral en exportant des tensions déflationnistes, ce qui est inacceptable pour le reste du monde.*** Le risque moral potentiel s'exprime de plusieurs manières dans les anticipations.

(i) La première est l'indétermination du taux de change.

Sur le *moyen terme*, le taux de change d'équilibre est entaché d'une forte incertitude, en raison de la perte de pouvoir prédictif des grands équilibres macroéconomiques sur le cycle. On a vu que la croissance potentielle et l'*output gap* ne sont plus représentatifs de la nature des tensions sur les prix, le mécanisme par lequel on passe du cycle des stocks au cycle de l'investissement. Comme l'instabilité bancaire produit en permanence des tensions déflationnistes indépendantes de la conjoncture, la politique de change ne permet pas de résoudre les situations de sous-emploi à moyen terme. Quand au solde courant, la faiblesse persistante de la demande entretient un biais positif permanent (cf. Graphique 15) qui impose une dépréciation du yen, inacceptable à terme parce que ce biais est structurel, mais également difficile à justifier sur un horizon intermédiaire, parce que les emprunteurs les plus fragiles et l'actif qui guide la crise concernent les activités non exposées à la concurrence internationale, tandis que le secteur exportateur, représenté par les

grandes entreprises manufacturières, est peu endetté et dégage déjà une forte rentabilité (cf. Chap. IV - 3.3.). Quand à la théorie de la parité de pouvoir d'achat, elle n'est valable que pour cibler un taux de change des biens échangeables. Elle n'est pas utilisable pour évaluer la cible de **long terme** du taux de change, parce que les tensions déflationnistes sont structurelles et non liés à la réallocation internationale des facteurs, et parce que l'échéance de leur disparition est incertaine. A priori, l'appréciation du taux de change d'équilibre de moyen terme doit permettre de valider l'égalité fisherienne, mais dans la mesure où les différentiels de taux longs, qui expriment le différentiel des inflations anticipées, reflètent, pour le Japon, une contrainte de crédit structurelle, cette égalité ne peut pas avoir de pouvoir explicatif fort des évolutions du taux de change à long terme. ***Cette prédictibilité perdue reflète, en définitif, l'influence perdue de la macroéconomie japonaise sur son taux de change.***

Enfin, sur le **court terme**, ce sont les arbitrages de portefeuille qui assurent la parité des taux d'intérêt. Dans le cas présent, 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 alors porter sur le yen, de sorte que ***plus les défaillances de la supervision sont intégrées dans les anticipations, plus la monnaie japonaise doit se déprécier***¹¹⁸. Il faut aller plus loin. Dans ce raisonnement, le taux d'intérêt utilisé est en général celui du rendement sur des actifs monétaires. **(a)** Au Japon, celui-ci est extrêmement bas, quasiment nul depuis 1999 et le restera sans stabilisation bancaire. Dans l'optique des arbitrages de portefeuille, seul le taux d'intérêt monétaire étranger influencera le yen. **(b)** Mais d'autres actifs financiers liquides faisant l'objet d'arbitrages, le rendement monétaire peut être remplacé par leur rendement anticipé. Les taux longs sont déterminés sur des marchés liquides, mais correspondent davantage à des stratégies de placement à terme et s'insèrent dans une logique de moyen terme. Les actifs boursiers s'insèrent bien dans la problématique de la parité des taux d'intérêt. Il s'ensuit que les cours boursiers étant massivement dépréciés en raison

¹¹⁸ Rappelons le raisonnement. Pour E le taux de change à l'incertain du yen contre le dollar et F ce taux de change à terme, R_Y et R_S les rendements de dépôts en yen et en dollar, on a l'approximation suivante : $R_Y = R_S + (F-E)/E$. La baisse du rendement monétaire en yen implique que pour en conserver, la conversion en dollar de ces actifs, leur placement dans cette monnaie puis leur reconversion en yen doit au finale dégager un rendement inférieur. Si le rendement local en dollar ne change pas, il faut que la seule opération de conversion de yens en dollars puis leur reconversion en yens dégage une moins value en capital égal aux écarts de rendements locaux. Il faut donc anticiper une appréciation du yen à terme. Ces anticipations étant immédiatement intégrées dans les cours, le taux de change courant du yen doit donc se déprécier.

de l'incertitude sur les rendements futurs des actifs locaux, le taux de change du yen est lui-même complètement dominé par les perspectives boursières à l'étranger, principalement *Wall-Street*. Notons enfin que dans cette approche, une normalisation bancaire entraîne une revalorisation sensible du poids du Japon dans les portefeuilles internationaux. La seule baisse de l'incertitude accroît les rendements anticipés en yens et provoque son appréciation immédiate. Comme elle réactive aussi le canal de l'ajustement macro, cette appréciation justifie aussi la dépréciation du yen sur le moyen terme.

(ii) La deuxième est l'exportation de l'instabilité financière avec l'exportation de la déflation

L'aléa moral sur les institutions financières insolubles les conduit potentiellement à accroître leur prise de risque, pas seulement sur l'offre de crédit domestique, mais aussi sur leurs portefeuilles internationaux. Comme les rendements japonais sont faibles, elles sont plus enclines à rechercher des opportunités de placement à l'étranger, donc à exporter des capitaux quels que soient les déterminants décrits à l'instant. Et plus la menace de la tutelle est crédible, plus leur horizon temporel se raccourcit et plus elles seront enclines à rechercher des opportunités de gains à court terme sur les opérations internationales. On peut donc prolonger la réflexion engagée à partir de la théorie de la parité des taux d'intérêt : **(c)** si les investisseurs japonais ne sont pas averses mais pro-risque, ils amplifient les mouvements de taux de change décrits plus haut, parce qu'en valorisant fortement les changements de rendements locaux anticipés, ils sont enclins à valoriser également fortement la volatilité des changes qui en résulte. Si l'incertitude sur la date de stabilisation bancaire ne permet pas de formuler des anticipations sur les rendements japonais, elle se traduira par une ***forte volatilité des changes, à laquelle des investisseurs japonais instables seront très sensibles, et qui les rendra hyper-réactifs à tout changement d'anticipation sur les rendements étrangers.*** Ce problème, classique des économies surliquides, est ici amplifié par le relâchement de la norme de solvabilité bancaire

(iii) La troisième expression du risque moral est la perte de crédibilité des autorités japonaises

Elle intervient à deux niveaux. Le gouvernement japonais, qui gère aussi la crise bancaire¹¹⁹, n'est pas crédible quand il promet unilatéralement la dépréciation du yen, parce que cela peut être interprété comme une tentative de repousser l'échéance des restructurations bancaires. Pour la même raison, les interventions en dernier ressort unilatérales de la Banque du Japon sur le marché des changes peuvent perdre en efficacité, même si celle-ci est indépendante. Par ailleurs, cette efficacité tient de plus en plus aux annonces faites par les autorités monétaires, et celles-ci

¹¹⁹ L'autorité de supervision bancaire n'est pas indépendante (cf. Chap. IV – 2.3.).

consistent le plus souvent à fixer, sinon un prix, du moins une orientation au marché. Or les réserves de change sont gérées par la banque centrale, mais pour le compte du Ministère des Finances (Ito [2002]). ***Dans la stabilisation d'un taux de change bilatéral, une banque centrale étrangère a structurellement plus de crédibilité a priori.***

2.2.2. L'influence perdue du Japon sur la valeur externe du yen

- La littérature est unanime pour reconnaître que la volatilité élevée du taux de change du yen/dollar à très court terme, observée tout au long de la crise et qui révèle des conventions d'anticipations fragiles, résulte directement de l'incertitude générée par la crise bancaire larvée¹²⁰. Le biais de moyen terme à l'appréciation du yen est également visible au long de la récession. Ces deux circonstances ont conduit la Banque du Japon à intervenir souvent sur le marché des changes, soit pour empêcher l'émergence d'une crise d'autoréférentialité, où l'incertitude sur les banques domine complètement les anticipations, soit pour infléchir la tendance à l'appréciation du yen. La littérature confirme le résultat du raisonnement théorique ci-dessus, à savoir que ces interventions ont globalement été inefficaces dans les deux cas¹²¹. La Banque du Japon a perdu son influence sur les marchés comme prêteur en dernier ressort et comme agent exécutant de la politique de change. C'est la Fed et l'Administration américaine qui, respectivement, ont récupéré cette influence. Il s'ensuit, comme on va le voir, que le yen se borne à suivre les mouvements du taux de change effectif du dollar, mais en les exacerbant.

- ***Les interventions stabilisatrices du type PDR*** sont fréquentes. Les plus importantes sont effectuées lorsque l'insolvabilité bancaire n'est plus contenue dans ses effets et soit élève dangereusement le risque de système **(a)**, soit déclenche un *capital crunch* des banques assez brutal pour provoquer une dépression violente de l'activité **(b)**. Le premier cas **(a)** apparaît au moins à trois reprises au long de la crise : (a1) lors du spasme monétaire qui a suivi l'annonce de faillite de *Yamaichi Securities*, en novembre 1997, parce que celle-ci emblématise la fin des systèmes de solidarité implicite entre les institutions financières (cf. Encadré 4), (a2) lors de la crise financière qui précède la nationalisation de la *Long Term Credit Bank* en 1998, une grande banque insolvable fortement impliquée sur les marchés dérivés (cf. Encadré 9) et, (a3) lors le début de crise monétaire au moment du relèvement précoce des taux d'intérêt par la Banque du Japon en 2001, alors que le système bancaire ne survit que par les perfusions en liquidité centrale de la Banque du

¹²⁰ Le taux de change yen-dollar est un *proxi* acceptable du taux de change effectif nominal du yen, dans la mesure où le Japon commerce principalement avec les Etats-Unis ou des pays dont la monnaie est accrochée au dollar, comme la Chine et les pays d'Asie du Sud-Est.

¹²¹ Bonser-Neal & Tanner [1996], Dominguez [1998] et Galati & Melick [1999] trouvent une corrélation positive entre les interventions de la Banque du Japon et la volatilité *ex-post* du taux de change du yen-dollar, ce qui est interprété par la théorie comme un indicateur d'inefficacité de ces interventions. Frenkel, Pierdzioch & Stadtmann [2004] et [2005a] trouvent les mêmes résultats en utilisant les données sur les interventions officielles récemment publiées par la Banque du Japon. Ils ajoutent que ces résultats changent peu, que les interventions soient unilatérales ou coordonnées avec la Fed. Ils révisent un peu après leur opinion en s'intéressant plus en détail aux interventions de la Fed (Frenkel, Pierdzioch & Stadtmann [2005b]), qu'ils jugent aussi rares qu'efficaces, celle-ci s'étant uniquement bornée à intervenir dans les cas de crises d'autoréférentialité. Ils s'accordent en cela avec Ramaswamy & Samei [2003] pour dire que la Banque du Japon a un réel problème de crédibilité sur le marché des changes.

Japon. A chaque fois, le marché monétaire a menacé de rompre et le taux de change est devenu extrêmement volatile. Le second cas de figure **(b)**, celui du *capital crunch*, est typiquement celui de la dépression décrite dans l'Encadré 9 ci-dessous. Il décrit bien l'impact de la crise bancaire sur la formation du taux de change dans un pays riche. Le taux de change bilatéral yen-dollar amplifie le mouvement général d'appréciation de la devise américaine sur 1995-98, car le Japon exporte son instabilité financière. La crise d'autoréférentialité qui se développe d'abord de manière sous-jacente éclate, puis s'exprime pleinement à travers le risque élevé d'effondrement du yen détecté mi-1998, puis dans sa brutale réappréciation et *in fine*, dans le fait que ce ne sont pas les interventions de la Banque du Japon qui arrêtent ces deux glissements, mais celles de la Fed. L'instabilité bancaire, qui est l'aliment de cette crise de change, n'apparaît pas toujours de manière aussi saillante dans les anticipations. Dans les périodes calmes, la majeure partie des quinze années de crise, elle s'exprime par la convergence du yen vers sa dynamique de moyen terme : une tendance de fond à l'appréciation. C'est ce que l'on voit à présent.

Encadré 9 – Japon : La crise bancaire, la crise économique et la crise du yen de l'été 1998¹²²

- En surestimant la solidité de la reprise de 1996, le gouvernement japonais engage un revirement budgétaire, passant notamment par le relèvement du taux de la TVA, qui déclenche une récession de l'activité. La crise s'amplifie avec les programmes de provisionnement massifs des créances douteuses que les banques avaient élaborés et publiés pendant l'expansion antérieure et qu'elles sont contraintes d'engager dans la crise. Financés sur les plus-values en actions, ils amplifient la chute des cours boursier et en retour, celle des ratios de solvabilité bancaires, débouchant sur un début de rationnement du crédit. Enfin, la crise asiatique éclate. Au Japon, elle enrayer la seule composante dynamique de la demande. Les exportations vers l'Asie, qui représentaient jusqu'à 40% des débouchés extérieurs du Japon, chutent fortement dès le second semestre 1997. Surtout, elle provoque une rechute de la bourse, qui déclenche déune série de faillites financières de grande ampleur en novembre 1997. La maison de titres *Yamaichi*, notamment, est contrainte de cesser ses activités à la suite d'un défaut de trésorerie. Cet incident touchant un fleuron de la finance japonaise brise à un moment crucial la confiance dans le soutien de l'Etat au système financier et dans les solidarités implicites intra-groupes. Viennent dans la même année la première faillite d'assurance-vie –Nissan Life– et de la première grande banque –*Hokkaido-Tokai Bank*–. La crise de confiance accélère la chute de tous les prix d'actifs, provoque un *capital crunch* et plonge le Japon dans la dépression. Surtout, la contraction de l'offre de crédit est assez violente et incontrôlée pour déclencher les premières faillites de grandes entreprises et en 1998, celle de deux autres grandes banques, *Nippon Credit Bank* (NCB) et *Long Term Credit Bank* (LTCB). Les mécanismes macro qui enfonce le Japon dans la dépression, et qui après pèseront continûment sur la croissance, peuvent être schématisés ainsi. En premier lieu, la crise de liquidité bancaire intervenue lors de la faillite de *Yamaichi* joue un rôle important, la priorité absolue accordée à la reconstitution des réserves de liquidités renforçant la contraction du crédit. C'est bien tard, après cet épisode, que la politique monétaire se relâche vraiment. 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. 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 *flight to quality* s'amplifient. Les banques reportent leurs placements sur la dette publique, aplatissant de la courbe des rendements par l'écrasement des taux longs. Cet aplatissement est

¹²² Cet encadré est extrait de Lacu [1999]

une nouvelle source de fragilité du système bancaire puisqu'il contracte ses marges d'intermédiation en réduisant l'écart entre le coût des ressources et la rémunération de l'actif. Dans ces enchaînements, l'incapacité du politique à mettre en œuvre un programme cohérent d'assainissement tient une responsabilité centrale. Face à sa paralysie, la FSA 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 est 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 cède, à partir de novembre 1997, des volumes de liquidités considérables sur le marché monétaire pour éviter son assèchement. Ces interventions jugulent la dégradation du système bancaire et ses effets immédiats sur l'activité, mais le véritable assainissement est, une fois de plus, différé. L'économie ne sortira de cette dépression qu'en 1999, avec l'engagement de la politique monétaire de taux zéro, une intervention budgétaire massive et surtout, deux programmes de recapitalisation bancaire.

- Au long de cet épisode, le taux de change du yen contre le dollar reflète le mode d'ajustement de court terme décrit dans la section 2.2.1. Il est dominé par les variables extérieures, qui sont les seules références fiables. Et comme la violence de la crise réduit l'horizon d'anticipation de tous les agents, les plus instables en premier lieu, les logiques financières déstabilisantes dominent les mouvements du yen. Elles provoquent la dépréciation à un rythme exponentiel, la menace d'effondrement puis le redressement brutal du yen observés du début 1997 jusqu'à la fin de 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. Il résulte d'une profonde défiance vis-à-vis du Japon des investisseurs étrangers et locaux, banques et assureurs-vie insolubles au premier rang. Dès lors que ces derniers n'anticipaient pas de réformes susceptibles d'enrayer l'enlèvement financier, ils sont convaincus que les rendements japonais ne se redresseront pas et nourrissent les sorties de capitaux. Cette hémorragie est d'autant plus déstabilisante qu'elle contribue 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 replie. Les Graphique 26 et Graphique 28 montrent la forte corrélation sur cette période entre le creusement du solde financier, le *Dot-Jones* et le taux de change, et la perte de corrélation temporaire entre celui-ci et le différentiel de taux longs. Cette divergence des évolutions boursières valide les anticipations de dépréciation du yen et entretient sa chute. En outre, malgré l'importance des sorties de capitaux hors du Japon, l'écart entre les taux de référence américain et japonais reste élevé, dû à la vigueur de la croissance américaine et, surtout, à l'écrasement des taux longs japonais.

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 nipponne n'a pas la capacité de défendre sa monnaie. Sa politique monétaire est contrainte par la crise bancaire. 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. Surtout, la Banque du Japon intervient pour le compte du Gouvernement, lequel a perdu toute crédibilité en matière de change par le risque moral qu'il entretient sur les banques. C'est finalement l'intervention de la Réserve Fédérale américaine, entreprise le 17 juin pour enrayer les risques de contagion régionale, qui stoppe la chute du yen¹²³. Les pressions internationales s'organisent parallèlement, pour contraindre les parlementaires japonais à voter un plan de stabilisation d'urgence, alors même que sur les marchés dérivés, la onzième grande banque japonaise, la *LTCB*, qui y est très active, menace d'un défaut. Progressivement, la perspective d'un plan de restructuration fait apparaître sur les marchés l'espoir d'un rétablissement de la vérité des prix des actifs locaux. Il favorise la stabilisation du yen au cours de l'été 1998 et permet même son retournement à l'automne... lorsque la crise financière s'aggrave dans d'autres parties du monde.

Le dernier épisode est la remontée du yen, à partir de septembre 1998. Elle 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. Le déficit courant record des Etats-Unis et la baisse de leurs perspectives de croissance confortent cette tendance. Mais la réévaluation du yen est extrêmement violente et ce sont là encore des facteurs financiers qui l'expliquent,

¹²³ La devise nipponne 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*, Bâle, 1998, pour une analyse de la crise.

pas la macroéconomie. D'abord, le défaut du fonds américain LTCM provoque de fortes tensions sur la liquidité des marchés obligataires américains et accentuant la baisse du dollar. Il fait prendre conscience du risque systémique porté par ces institutions. Ensuite, depuis 1996, les fonds d'arbitrage avaient abondamment recouru au *yen carry trade* pour financer leurs opérations à fort effet de levier¹²⁴. Le retournement du yen a alors déclenché des dénouements de positions en chaîne fortement déstabilisateurs¹²⁵. Enfin, derrière la violence de l'ajustement, il y a encore l'aléa moral sur les banques et assurances-vies japonaises. Alors que celles-ci sont globalement illiquides et insolubles, 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, accumulant de larges positions longues dans cette devise. Au retournement du yen, ils ont brutalement inversé leurs positions en vendant des dollars à terme (*dynamic hedging*). Le retournement de la trajectoire du yen ne provient donc pas d'une véritable amélioration des perspectives au Japon.

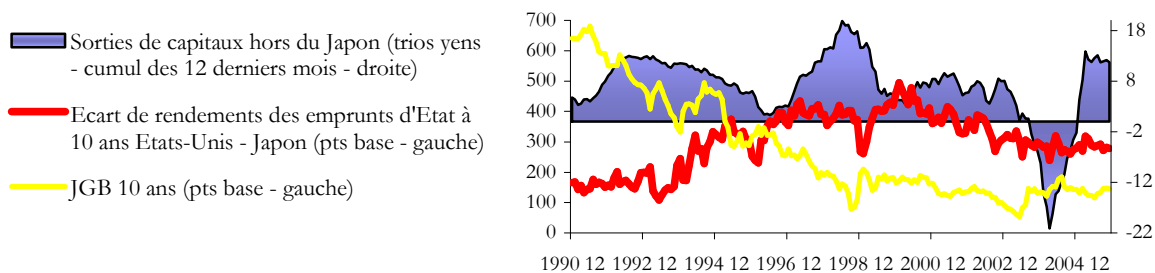
- Au total, les évolutions exubérantes du yen sur 1997-98 sont la manifestation de l'incertitude sur le bon taux de change et de la fragilisation des conventions d'anticipations qui en résulte sur les marchés liquides. En amont, elles sont le reflet du risque moral auquel les institutions financières japonaises insolubles sont sujettes, et qui conduit *in fine* à exporter l'instabilité financière.

- La section précédente a permis de montrer que la perte d'influence de la Banque du Japon sur le marché des changes devrait être une manifestation particulière d'un problème plus général, qui est la perte d'influence des variables conjoncturelles japonaises sur son taux de change, en raison du caractère structurel des tensions déflationnistes au Japon. La littérature qui conclut à la faible efficacité micro des interventions de la Banque du Japon va indirectement dans le sens de cette supposition. On l'a vu. Celle qui évalue l'influence du taux de change sur l'inflation la confirme. Schnabl & Baur [2002] notamment, en effectuant des tests de causalité à la Granger sur le taux de change yen-dollar et sur l'inflation dans ce seul pays, trouvent qu'***il existe une relation causale forte entre les deux variables, mais dans le sens du taux de change vers l'inflation uniquement***. La BoJ [2000] confirme cette influence pro-cyclique du taux de change sur les prix domestiques, en effectuant une étude micro-sectorielle et macro sur le lien entre les performances des entreprises, leurs comportements de marges, de tarification et la formation du niveau général des prix. Schnabl [2004] en conclut, comme nous plus haut, que (1) les différentiels de taux d'intérêt réels ne peuvent expliquer que les fluctuations à court terme du yen et (2), la Banque du Japon s'est révélée incapable de casser la tendance de fond à l'appréciation de sa monnaie depuis le début de la crise. Ses interventions massives qui ont conduit à accumuler des réserves en devises colossales (cf. Graphique 27) ont eu au mieux des effets provisoires.

¹²⁴ 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.

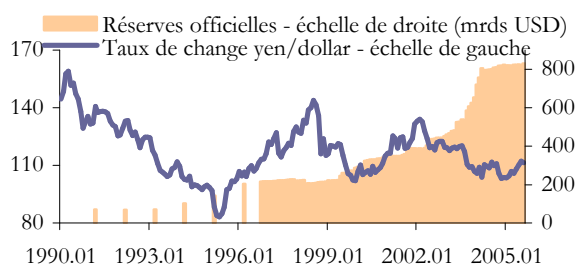
¹²⁵ Cai, Cheung Lee & Melvin [1999] montrent, à l'aide de données à haute fréquence sur les échanges yen-dollar, que les nouvelles macroéconomiques et les annonces des banques centrales, influencent ces *swings* brutaux du taux de change, mais beaucoup moins que les flux d'ordre des acteurs du marché. Ils valident donc l'interprétation des mouvements du taux de change comme un effet des prises de risque de change massives des institutions financières.

Graphique 26 – Japon : Sorties de capitaux



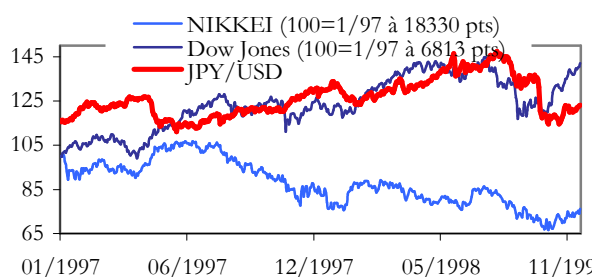
Source : Banque du Japon

Graphique 27 – Japon : taux de change du yen et réserves officielles



Source : Ministère des Finances du Japon

Graphique 28 – Japon : indices boursiers et yen/dollar 1997-98



Source : Datastream

2.2.3. Une évolution corrélée à la stabilisation bancaire : trois étapes de la crise du yen

- A l'intérieur de la tendance de fond à l'appréciation, on peut distinguer une évolution du régime d'anticipation sur le yen –au regard des questions bancaires–, en trois phases (cf. Tableau 1) : (1) celle antérieure à 1997-98, (2) celle qui lui est postérieure et va jusque 2003, et (3) celle actuelle :

(1) L'appréciation voulue du yen et l'instabilité bancaire exportée : de la bulle à la crise asiatique

Avant la crise de 1997-98, surtout avant la crise des sociétés de crédit immobilier, les *jusens*, l'insolvabilité bancaire bénéficie d'un non-dit. La crise bancaire n'étant pas encore perçue comme un facteur de blocage à la croissance, elle ne dominait pas les anticipations. C'est donc pendant ces cinq ou six premières années de la récession que le gouvernement japonais aurait pu mettre en place de manière crédible une politique de change pour soutenir l'activité. Or au contraire, jusqu'au retournement et au début de l'appréciation du dollar en 1995, la fonction de réaction décrivant la politique monétaire de la Banque du Japon pondère fortement l'objectif externe de change au détriment de l'objectif interne de stabilité des prix domestiques¹²⁶. C'est ***l'exemple même de ce qu'il ne fallait pas faire*** : alors que la bulle a éclaté et que le Japon s'enfonce dans la crise, le gouvernement japonais défend un yen fort, impliquant des taux d'intérêt monétaires

¹²⁶ McKinnon & Ohno [1999], Bayoumi [1999]. Guichard [2000] calcule un indice des conditions monétaires calqué sur celui élaboré par la Banque du Canada et trouve que la composante taux de change est restrictive, fortement depuis octobre 1990 jusqu'à la fin 1995, puis légèrement pendant la période de glissement du yen de 1997-98 et à nouveau fortement depuis début 1999.

élevés, pour calmer les critiques des partenaires commerciaux du Japon, qui dénoncent le protectionnisme, tandis que l'activité déstabilisée par l'éclatement de la bulle est soutenue par l'activisme budgétaire et le relâchement du cadre prudentiel bancaire. Les tensions déflationnistes qui résultent de ce contexte (fortes pressions sur la rentabilité du secteur exportateur mais contrainte de solvabilité relâchée sur le secteur domestique) ne sont pas exportées parce que le yen est volontairement surévalué. Par contre, ***le risque moral auquel les banques japonaises sont sujettes est exporté***. L'éclatement de la bulle au Japon intervient au même moment que dans les autres pays de l'OCDE. Si les systèmes bancaires locaux sont diversement affectés, celui du Japon, très impliqué dans l'euphorie financière passée, bénéficie d'une protection qui lui permet de ne pas afficher de pertes. Son principal souci est alors de trouver de nouveaux débouchés où investir et récupérer rapidement leurs pertes. Compte tenu de la crise qui frappe l'ensemble des pays de l'OCDE, c'est dans les pays d'Asie du Sud-Est, en forte croissance et qui engagent leur déréglementation financière, que les banques investissent. Jusqu'à la crise asiatique de 1997, elles les inondent de financements, pratiquant un véritable *dumping* financier pour évincer leurs concurrents américains et européens. Elles aggravent ainsi les dysfonctionnements sur les marchés locaux du crédit et, dans certains cas, contribuent à la formation de bulles financières et immobilière provoquées par la baisse du dollar, sur lequel ces pays sont ancrés¹²⁷. En 1997, le *capital crunch* produit par l'éclatement de la crise bancaire au Japon (cf. Encadré 9) affecte immédiatement les programmes de prêts en devises à l'Asie. Au cours de l'année, l'instabilité du crédit international à la zone et une dégradation de ses perspectives de croissance déclenchent le repli brutal des banques japonaises qui, comme on l'a vu plus haut, sont surréactives aux changements d'anticipations dans le reste du monde. Ce retrait révèle une solvabilité dégradée de la dette privée asiatique, mais qu'il dégrade bien davantage en déclenchant une crise de liquidité¹²⁸¹²⁹. Ces évolutions sont bien décrites dans la croissance concomitante des portefeuilles bancaires à l'étranger et le creusement du solde financier (cf. graphique ci-dessus), intégrant à la

¹²⁷ Au milieu des années 1990, le système bancaire japonais est le premier créancier extérieur de la zone, détenant 39% des engagements internationaux de l'Asie (source : BRI, *The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lendings*, 1998).

¹²⁸ Kuroyanagi & Hayakawa [1997] pour une étude sur les mouvements de capitaux vers l'Asie avant la crise ; Pereira Da Silva [2000] pour une évaluation du rôle de l'instabilité bancaire au Japon sur le cycle financier en Asie ; Peek & Rosengren [1998] pour une étude détaillée des comportements de prêt des banques japonaises en Asie du Sud Est ; Contamin & Lacu [1998] une analyse de la crise asiatique.

¹²⁹ Les tests empiriques confèrent au taux de change du yen/dollar un rôle majeur dans la formation du cycle financier asiatique des années quatre-vingt-dix. De nombreux travaux, dont celui récent de McKinnon & Schnabl [2003] expliquent cela en terme d'interactions commerciales et la compétitivité-prix. Plus récemment encore, Kumakura [2005] montre que bien que ce résultat empirique est indéniable, l'explication donnée est insuffisante pour expliquer l'influence de ce taux de change sur l'instabilité macroéconomique de ces pays. Il faut intégrer dans cette lecture le rôle des facteurs financiers, ici la concordance de l'ancrage sur le dollar de ces pays et l'instabilité financière au Japon.

fois les opérations bancaires avec l'Asie puis les investissements sur les marchés américains pour profiter de la bulle.

Tableau 1 – Japon : L'évolution en trois phases du régime d'anticipation sur le yen

	Non-dit sur la crise bancaire	La crise bancaire reconnue	
	(1) Avant la crise de 1997-98	(2) De la stabilisation de 1999 à la sortie du <i>Takenaka-krach</i> de 2003	(3) De la pol. banc. structurelle (mi-2003) à la normalisation
Règle de paiement	<i>Anticipations non dominées</i> par la question bancaire (canal du change ouvert)	Début de la stabilisation banc. : <i>progression lente et opaque</i>	Nouveau rapport FSA/banques : pol. banc. <i>durcie et plus visible</i> Normalisation crédible du cadre prudentiel sur FY05-07
Evolution du yen	. Jusque 1995 : tendance de fond à la <i>dépréciation contrainte</i> par la pol. de change restrictive . <i>Instabilité fin. exportée</i> (Asie + <i>yen-carry-trade</i>) . Depuis 1995, dépréciation due à l'accumulation de positions	. Tendance de fond à l' <i>appréciation</i> mais... . <i>forte volatilité</i> due aux chocs d'anticipation d'ordre fin. et prudentielle (bulle NTIC, bulle oblig., <i>Takenaka krach</i>) ... <i>instabilité fin. non exportée</i>	. normalisation du poids du Japon dans les portef. internat. : <i>appréciation immédiate</i> . <i>Stabilisation</i> du régime d'anticipation . <i>réouverture du canal du change</i> pour l'ajust. macro (dépréciation)

(2) L'intégration de la crise bancaire dans les anticipations sans exportation du risque moral : de la bulle internet au *Takenaka krach*

La première période d'exportation de l'instabilité financière débouche sur la crise bancaire de 1997-98 et la crise du yen, son effondrement puis son réajustement brutal (cf. Encadré 9). De ce réajustement jusqu'au *Takenaka Krach* de 2003, le yen est très volatile. Son appréciation brutale, poussée par les dénouements de positions longues en dollar, est ensuite entretenue par la bulle internet –qui se développe aussi au Japon– et par l'idée que les recapitalisations signalent le début de la stabilisation bancaire. C'est le même *fantasme de la fin de crise* qu'avant l'effondrement de 1998. Mais cette fois-ci, il conduit à l'appréciation du yen et non à sa dépréciation. D'abord parce que depuis 1997-98, le caractère structurel des problèmes bancaires est ancré dans les anticipations : le yen doit s'apprécier à moyen terme parce que les recapitalisations ne sont qu'un début de réponse à l'insolvabilité bancaire et tant que la stratégie de la FSA est floue, le taux de change doit endiguer l'exportation des tensions déflationnistes. Ensuite, parce qu'à la différence de 1997, la bulle internet est aussi spectaculaire au Japon. Le risque moral auquel les institutions financières nippones sont sujettes et qui avait contribué au dérapage du yen en 1997-98, se reporte sur le portefeuille domestique. Enfin, parce que la pression prudentielle commence à se resserrer, ce qui rend difficile pour les banques, bénéficiant maintenant de fonds publics, d'exporter leur instabilité aussi agressivement qu'elle le firent entre 1990 et 1997. ***Le début de stabilisation bancaire est intégré dans les anticipations de deux manières : en renforçant la tendance de fond à***

L'appréciation du yen, et en réduisant le risque moral sur leur manière de gérer les portefeuilles internationaux¹³⁰.

L'éclatement de la bulle internet partout dans le monde en 2000 stoppe l'appréciation du yen et le place à nouveau dans une configuration de crise proche de celle de 1997-98. D'une part, si les perspectives de croissance aux Etats-Unis se dégradent fortement, les politiques monétaire et budgétaire réagissent très vigoureusement et surtout, il n'y a pas de crise bancaire avérée. Les taux longs américains sont donc moins affectés par le retournement conjoncturel qu'au Japon, où ce retournement élève considérablement l'incertitude et précipite leur effondrement. L'écart international est donc encore significatif. D'autre part, la résolution de la crise bancaire progresse mais lentement et de manière opaque, ce qui est fortement ressenti dans la crise. Les comportements de *flight to quality* produisent une bulle obligataire sur le marché de la dette publique, tandis que les primes de risque s'élèvent rapidement. Suivant une approche de portefeuille, le yen réagit en se dépréciant de plus en plus rapidement. Mais à la différence de la période 1997-98, les acteurs les plus instables du marché des changes, comme les banques et assureurs-vie japonais ne sont plus au cœur de la dynamique : ***la dépréciation traduit davantage les anticipations des gérants de portefeuille qu'elle ne résulte de l'accumulation de positions de change.*** La stabilisation du taux de change est moins difficile. Le dérapage du yen est stoppé en février 2002, alors que la crise financière s'intensifie. Il passe en quelques jours de 135 à 120 yens et demeurera à ce niveau jusque la fin de la crise, mi-2003. Mais cette stabilisation est davantage l'effet des interventions de la Fed que de celles nombreuses de la Banque du Japon, parce que depuis septembre 2002, date d'arrivée de M. Takenaka à la tête de l'autorité prudentielle, le débat sur la stabilisation bancaire s'est envenimé. M. Takenaka déclenche en effet un conflit ouvert entre la FSA et les banques. En proposant une réduction des avoirs fiscaux qui soutiennent les ratios de solvabilité des banques, il crée la panique chez leurs dirigeants. La bourse tombe au niveau de 1983, les taux longs au plancher record de 0,48% (*Takenaka crash*) et le durcissement de la contrainte de crédit amplifie la récession. Le solde courant gonfle mais le problème bancaire étant posé ouvertement par la FSA pour la première fois, le yen subit des pressions à la baisse. La stabilisation du change intervient donc réellement mi-2003, une fois la crise passée. En effet, l'éclatement de la bulle obligataire et le réajustement des marchés locaux correspondent à la clarification de la stratégie de stabilisation bancaire par les

¹³⁰ C'est ce qu'attestent les données de la balance des paiements et de bilan des banques et assurances-vie. Après la crise de 1997-98 et l'ajustement de 1998-99, les mouvements des investisseurs résidents ont sensiblement diminué en encours bruts, tandis que les flux nets sont davantage déterminés par les non résidents. Notre interprétation de ces observations est confortée par l'observation d'une réduction des portefeuilles internationaux des investisseurs institutionnels résidents.

autorités prudentielles. M. Takenaka est finalement contraint d'alléger son programme de normalisation du cadre prudentiel, mais grâce à ce conflit inédit, un nouveau rapport de force est établi entre la FSA et les banques qui clarifie heureusement la position du superviseur. Il marque l'engagement d'une politique prudentielle plus agressive et surtout, plus transparente et crédible.

(3) L'ajustement et la normalisation après l'engagement de la politique bancaire structurelle

On a dit que la crise de 1997-98 change radicalement les perspectives en matière de change parce que la crise bancaire entre dans les conventions d'anticipation en renforçant la tendance à l'appréciation et parce qu'en matière de change, les autorités nippones ne sont plus crédibles. Pourtant, elles poussent à la dépréciation du yen depuis le renversement de la tendance du dollar et les premiers problèmes bancaires, en 1995. L'accumulation des réserves se fait alors en trois temps. Elles commencent à gonfler entre 1995-97, quand le Gouvernement veut accentuer la dépréciation du dollar –elles passent de 70 à 210 milliards de dollars–, reprennent pour endiguer la forte appréciation du yen après la crise de l'été 1998 puis s'envolent littéralement à partir de 2003 (cf. Graphique 27). Malgré l'accumulation de dollars, depuis 1999, la Banque du Japon n'est jamais parvenue à faire valoir la politique de change du Gouvernement.

Depuis 2003, les banques ont bien avancé le traitement de leurs prêts non-performants et l'autorité prudentielle a reconquis de la crédibilité. Le chapitre suivant relève que malgré ces progrès, la qualité des fonds propres et la rentabilité d'exploitation sont déplorables, les risques étant toujours sous-facturés. ***Ces avancées justifient néanmoins une modification profonde des conventions d'anticipation du marché. Cela s'est traduit en 2003 par un retour du yen sur sa dynamique de moyen terme***, qui est l'appréciation, tant que l'assainissement bancaire n'est pas visible dans les bilans. Il est stabilisé à 110/105 yens jusque 2005, le taux de change recommandé par les autorités américaines, mais cette stabilisation est obtenue avec grandes difficultés par la Banque du Japon. Outre que le biais à l'appréciation de la dynamique de moyen terme, le changement de conventions d'anticipations implique un relèvement de la pondération du Japon dans leurs portefeuilles des investisseurs internationaux. *De facto*, l'éclatement de la bulle obligataire, le passage brusque du yen de 120 à 105 yen au second semestre 2003 ouvre sur une période de retour massif des capitaux étrangers sur les marchés financiers japonais (cf. Graphique 26) sur lesquels ils sont les seuls acheteurs nets¹³¹. Ce réajustement structurel des portefeuilles internationaux s'achève au premier trimestre 2004 : en l'espace de ces quelques mois, les réserves passent de 400 à 800 milliards de dollars. Cette normalisation de la composition des portefeuilles préfigurant la réouverture du canal du taux de change pour l'ajustement macro, elle implique une

¹³¹ Tokyo Stock Exchange annual report, 2002 et 2003.

appréciation qui, bien que limitée par les interventions de la Banque du Japon, justifiera ensuite la dépréciation nécessaire à la stabilisation conjoncturelle. Effectivement, depuis 2005, les incertitudes sur la poursuite de la stabilisation bancaire se sont dissipées et les grandes banques ont traité leurs créances douteuses. L'incertitude sur l'issue de la crise bancaire étant levée, le yen retrouve sa dimension d'instrument de régulation conjoncturelle. Mais le rationnement du crédit va probablement durer longtemps avant que la rentabilité d'exploitation se relève et surtout, que la qualité des fonds propres s'améliore, de sorte que les équilibres macro ne retrouveront leurs capacités prédictives que lentement.

Conclusion : la trappe à liquidité et le taux de change

- La crise bancaire, en bloquant la réallocation interne des facteurs et donc l'ajustement des prix relatifs domestiques, a en quelque sorte dépossédé le Japon de sa gestion du taux de change pour la régulation macroéconomique intérieure. En même temps, l'instabilité bancaire s'est largement reportée sur le yen, posant de réels problèmes internationaux. Dès lors, pourquoi dans la littérature, certains travaux prônaient le recours à la politique de change pour sortir de la trappe à liquidité ? La réponse est dans le fond identique à celle apportée plus bas, dans le débat de politique monétaire, sur la pertinence d'un objectif quantitatif et d'un *engagement inflationniste* de la Banque du Japon.
- Les économistes défendant le recours à la politique de change expliquent que tant que le reste du monde aura une inflation et des taux d'intérêt supérieurs au Japon, les anticipations d'appréciation du yen perdureront et les interventions stérilisées de la Banque du Japon, n'auront pas d'effet. Il faudrait donc anticiper une inflation supérieure au Japon. Les monétaristes comme Meltzer, qui relie directement l'expansion de la base monétaire aux taux longs et à l'inflation¹³² proposent de recourir, entre autres, à des achats de devises pour soutenir la politique quantitative. Les moins orthodoxes précisent que ces interventions doivent permettre de réduire le taux d'intérêt réel domestique. Cet instrument intervient pour créer immédiatement de l'inflation et rendre ainsi plus crédible une politique d'engagement inflationniste ciblant un niveau de prix¹³³. McCallum [2000, 2001, 2003] va plus loin en proposant d'associer à l'engagement inflationniste un système de *crawling-peg* dans lequel le taux de dépréciation périodique est une pondération des deux écarts –inflation observée/ciblée– et croissance effective/potentielle. Nous avons vu que ce lien de causalité dans la parité des taux d'intérêt n'était pas acceptable parce que l'appréciation du yen correspond à un mécanisme d'endiguement de l'influence de la macroéconomie japonaise sur celle du reste du monde, mécanisme rationnel et produit par le marché. L'engagement

¹³² McKinnon & Ohno [1999], McKinnon [1990], McCallum [2000] et [2001], Orphanides & Wieland [2000].

¹³³ Bernanke [2000], Svensson [2001][2003a] et [2003b].

inflationniste peut conduire à la dépréciation du change mais pour y parvenir, il faut résoudre la crise bancaire. Pour renforcer la thèse monétariste, McKinnon & Ohno [1999] ajoutent que les anticipations d'un yen toujours plus fort prennent racine dans le conflit commercial nippo-américain et l'excédent courant de l'archipel. Sa résolution, passant par la déréglementation des services au Japon, devrait déclencher l'ajustement classique des prix relatifs internationaux et par conséquent, faciliter la dépréciation du yen. L'histoire des Etats-Unis de la Grande Dépression, comme celle du Japon après cette déréglementation des services, disent au contraire que ce choc institutionnel accroît l'instabilité, et tant que la crise d'anticipation n'est pas résolue, accentue la récession et gonfle le solde courant. Elle ne fait qu'accroître les pertes bancaires. Si on veut que le solde courant diminue et que le yen se déprécie, il faut à la fois activer davantage la manne budgétaire de l'Etat, comme au cours de la Grande Dépression, et débloquent les mécanismes de réallocation des facteurs de production.

3. La politique budgétaire incertaine, ou Hamlet au pays de Keynes

- Au Japon, l'actif qui guide la crise, l'immobilier, implique une ample déformation des prix relatifs pour engager la réallocation des facteurs. Cette déformation requise est d'autant plus grande que le marché du capital est en proie à un risque moral et que celui-ci augmente avec la baisse des prix de l'immobilier. Le taux de change ne pouvant être mobilisé, c'est sur la politique budgétaire que repose entièrement ce lourd ajustement. On a vu par ailleurs que dans le cas de la Grande Dépression, parce que l'actif qui doit guider la reprise est lui aussi moins exposé à la concurrence internationale et parce que ce secteur moins exposé, l'industrie, doit lui-même accomplir d'amples réallocations d'actifs, la politique doit aussi être activée. Dans aucun des deux cas, elle n'aura réussi à redresser suffisamment les anticipations de taux d'intérêt réel.

On s'intéresse dans un premier temps à l'efficacité des politiques budgétaires (3.1.) puis aux raisons qui, derrière ce constat, expliquent pourquoi elles n'ont pas atteint leurs objectifs (3.2.). L'explication de cet échec repose à chaque fois sur un argumentaire de même nature que celui qui, dans la dernière partie du chapitre, expliquera les erreurs des deux banques centrales. Dans le cas américain, le problème est l'essor tardif des institutions de la liquidité dans une crise moderne : le manque de légitimité politique du budget fédéral et de son déficit, et de la Fed en tant que banque centrale véritablement. C'est une explication de type *path dependency*. Dans le cas du Japon, les institutions de la liquidité sont bien établies, mais elles s'appuient sur une règle de paiement molle, qui entraîne des distorsions dans l'allocation des facteurs. Le problème est leur incapacité à prendre en compte ce problème et à adapter leur stratégie. C'est une explication de type *no muddle through*. Si l'on creuse encore un peu, l'obstacle est dans les deux cas le fond doctrinal des dirigeants économiques, déjà difficile à légitimer dans les années trente, mais aujourd'hui, au Japon, incompréhensible autrement que par l'instabilité gouvernementale –tel Hamlet au pays de Keynes– et l'incompétence des banquiers centraux –tel Falstaff chez les monétaristes–.

3.1. Des politiques budgétaires passives :

- Le mécanisme du multiplicateur fiscal et de la dépense publique dans le *modèle IS-LM* indique que la politique budgétaire n'est efficace et n'atteint son objectif de plein-emploi que si elle s'inscrit dans la durée. C'est le choc répété de ce surplus de demande effective qui permet de relever l'investissement privé à un niveau assurant une dynamique de croissance autonome de la dépense privée. Dans ce modèle de base, le multiplicateur budgétaire est calculé sur un horizon infini parce que le régime d'anticipation est statique, au sens où les comportements structurels des agents (propension à consommer, demande de monnaie pour motif de précaution ou de spéculation, etc.) ne varient pas. Mais dans la version *non simplifiée* de la théorie keynésienne qu'est la doctrine de la liquidité, *l'horizon n'est pas infini mais élastique*. L'objectif intermédiaire de la politique économique en temps de crise devient l'abaissement du niveau de préférence pour la liquidité, c'est-à-dire l'engagement d'une solide reprise de l'endettement, au-delà de la stabilité des prix et de la proximité du plein-emploi. Enfin, dans la mesure où la PPL suit une *dynamique auto-renforçante, non-linéaire mais exponentielle*, pour sortir une économie de crise, la politique budgétaire ne peut pas se résumer aux stabilisateurs automatiques, mais doit être active. Il ne s'agit pas de faire en sorte que la demande effective satisfasse les anticipations, mais qu'elle les dépasse régulièrement. Et ce degré d'activisme doit lui-même être d'autant plus élevé que la concurrence sur les marchés et la liquidité financière sont élevés et ce faisant, accroissent la réactivité des conventions d'anticipations. On a vu plus haut que dans ce monde élastique devenu instable, *ce besoin crucial de dépassement de l'équilibre peut justifier de la reflation si la crise a créé des traumatismes profonds, et si les rigidités nominales sont importantes*. Enfin, l'efficacité de l'action budgétaire –sa crédibilité– ne se pose pas qu'en terme d'ampleur et de permanence de l'effort, mais aussi en terme de *viabilité au regard de la règle de paiement*, et en terme de *lisibilité*.

On voit à présent que les politiques budgétaires échouent d'abord et surtout parce qu'elles ne sont pas suffisamment actives, ensuite seulement parce qu'elles sont versatiles. Ce problème de lisibilité prend une dimension exceptionnelle au Japon où l'efficacité de la politique budgétaire souffre déjà d'une mauvaise qualité de sa composante dynamique.

- *Aux Etats-Unis*, dans la première année de la reprise, en 1933-34, la dépense publique nominale gonfle de 60%. Elle se stabilise à partir du deuxième trimestre 1934, avant de se contracter rapidement quand la reprise s'accélère, après l'été 1935. Le gonflement nominal de la dépense sur mi-1933/mi-1934 a donc probablement été crucial pour l'enclenchement de la reprise. Or l'inflation importée grâce à la dévaluation du dollar explique un sixième de ce

gonflement, et le reliquat résulte principalement de l'introduction des programmes sociaux, les aides agricoles et au secteur énergétique y contribuant dans une bien moindre mesure. Le premier point à relever est qu'en dehors du programme agricole, la dépense publique active, sous forme de travaux publics, est peu importante. Pour que la politique budgétaire ne se borne pas à soutenir l'activité mais vise à redresser les anticipations, il faut qu'elle croisse à la fois en terme nominal et en terme de PIB : il faut que le revenu effectif des agents dépasse régulièrement celui qu'ils anticipent. Or la passivité de la politique budgétaire se retrouve en terme de PIB : du côté de la dépense, le pic de l'expansion est localisé tout au début de la reprise, sur 1933/1934-1, puis elle tombe rapidement à un niveau antérieur à mars 1933 (cf. Graphique 30). De leur côté, les recettes fiscales en terme de PIB augmentent sensiblement tout au début de la *New-Deal*, se stabilisent pour croître à nouveau au cours du boom de fin 1936-37. L'alourdissement de la fiscalité fédérale au terme de la reprise, qui contribuera au retournement conjoncturel de 1937, conclut par une réorientation nettement restrictive une période d'expansion budgétaire qui a globalement été passive. De fait, les grands programmes de dépense active de la *New-Deal*, qui ciblent les secteurs stratégiques –agriculture, énergie, transport et crédit hypothécaire–, sont ***financés par l'impôt et par les cotisations, ou par des coupes budgétaires***¹³⁴. Ainsi, après la stabilisation des dépenses en 1934-35, celles-ci recommencent à croître en nominal, mais non en terme de PIB, tandis que le déficit public est stabilisé à un niveau bas, qui correspond au déficit conjoncturel des programmes sociaux¹³⁵. Ils ne reflètent donc pas une stratégie budgétaire inspirée du principe keynésien de la demande effective, mais un ajustement passif de la dépense publique aux fluctuations du taux d'intérêt réel. Ce n'est qu'à partir de la fin 1934 que les keynésiens acquièrent une influence dans l'Administration, quand Roosevelt constate que la politique du dollar n'a pas suffi à stabiliser l'économie. Encore, ne parviennent-ils pas à vaincre les vieilles résistances de ce dernier à une politique de larges déficits¹³⁶. Ce qu'on a appelé la *seconde New-Deal*, à partir de fin 1934 jusque mi-36, avait deux volets. Le premier, consacré aux mesures budgétaires, consistait surtout en l'institutionnalisation de la sécurité sociale et la mise en œuvre

¹³⁴ En mai 1933, le programme agricole (*Agriculture Administration Act*) est financé par une hausse de la TVA sur les produits agroalimentaires et sur les vêtements. Le même mois, la FERA (*Federal Emergency Relief Administration*) introduit les premiers programmes sociaux, dont le vote de 500 millions de dollars accordés aux Etats à cet effet. Elle comprend en même temps une baisse des versements aux anciens combattants et aux employés fédéraux de 400 et 100 millions de dollars respectivement. Enfin, elle inclue des mesures de modération du déséquilibre budgétaire pour l'année suivante, pour satisfaire les orthodoxes, inquiétés par le développement des dépenses sociales (*Civilian Conservatory Corps Acts* en avril 1933), les nationalisations dans le secteur de l'eau et de l'électricité et par le lancement des grands travaux (*Tennessee Valley Authority* en mai et *National Industrial Recovery Act* en juin 1933).

¹³⁵ Les aides sociales représentent les deux tiers des fonds fédéraux mobilisés sur 1933-40 (Wallis [1987]).

¹³⁶ La question de la prime aux anciens combattants est un épisode régulièrement repris dans la littérature pour illustrer cette résistance de Roosevelt. Il avait supprimé cette prime en 1933 pour financer l'AAA. Or quand à deux reprises, en mai 1935 puis en janvier 1936, le Congrès décide de verser à nouveau cette prime, Roosevelt oppose son veto. Ce n'est qu'après un troisième passage au Congrès, réunissant une majorité des deux-tiers, que celui-ci parvient à passer outre le veto présidentiel. Il permettra le versement de cette prime en juin 1936.

des grands travaux prévus en 1933, budgétés dans le NIRA, et que l'Administration hésitait à engager, à savoir un vaste programme de logement et d'électrification financé par un accroissement de la ponction fiscale¹³⁷. Le second volet, réglementaire, rassemble ce qui était à l'époque considéré comme les mesures de relance les plus importantes : les accords de relèvement de salaires –le *National Labor Relations Act* de fin 1935, dit *Wagner Act*– d'abord en avril 1936 dans les mines de charbon bitumeux, puis en octobre dans le reste de l'industrie.

Si donc on excepte la première année de reprise, la dépense et le déficit budgétaires se comportent de manière plus ou moins identique avant et après le *Bank Holiday*. La différence de fond est que dans la formation du revenu agrégé, le poids de l'Etat providence augmente suite à l'introduction des programmes sociaux et à l'élévation du niveau de la pression fiscale.

La politique budgétaire a d'abord consisté à introduire des rigidités nominales à travers les stabilisateurs automatiques, freinant la chute de la courbe d'efficacité du capital quand les crises éclatent –la consommation ne chutera pas lors de la crise de 1938 comme elle le fit en 1930–, mais qui ne permettent pas d'en sortir. Il y a un consensus sur le caractère finalement assez peu keynésien de la *New-Deal*, jusqu'à la *Roosevelt Recession*. Des auteurs tels que Brown [1956], Hansen [1941], Peppers [1973], Kirkwood [1972] et Vernon [1994], imputent à cette insuffisance le rattrapage partiel de l'économie américaine quand elle entre en guerre, parce que seules les politiques monétaire et de change ont activement soutenu la reprise¹³⁸. Ils concluent toutefois, et cela mérite d'être précisé, que ***les programmes budgétaires bien que passifs au niveau agrégé, ont chacun été efficaces, en partie grâce à leur caractère très ciblé***¹³⁹. Pour la suite de la discussion, ces conclusions sur la passivité mais l'efficacité du budget suffisent¹⁴⁰.

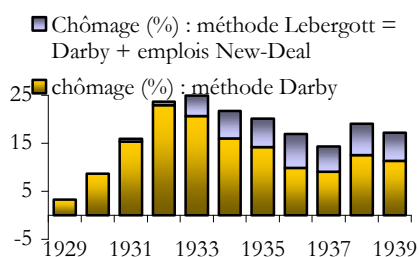
¹³⁷ Ce dernier programme de grands travaux est le *Resettlement Administration et Rural Electrification Administration* (1935). La sécurité sociale est institutionnalisée par le *Social Security Board Act* de 1935.

¹³⁸ Ils se rapprochent ainsi de l'opinion de Bernanke & Gertler [1989], pour qui l'impact de la dévaluation du dollar sur les prix, corrélée à la stabilisation bancaire, a assuré la majeure partie de la reprise. Mais ces derniers vont plus loin. L'idée prégnante est que l'économie ne faisait que retrouver son sentier de croissance de long terme, si on lui assurait un système monétaire stable. Il faut alors voir les mesures de la *New-Deal* comme une obstruction à la reprise, génératrice de déformations et aboutissant à la crise (Bernanke & Parkinson [1989], DeLong & Summers [1988]).

¹³⁹ Des monétaristes tels que Romer [1992] concluent à l'inefficacité de la dépense budgétaire parce que leurs effets n'apparaissent pas économétriquement. Outre les critiques désormais classiques sur la méthodologie employée par Romer, ses calculs reposent sur des données budgétaires incomplètes, n'intégrant ni le versant fiscal complet, ni les données budgétaires des Etats. Or on a vu plus haut à l'instant que la pression fiscale s'est accrue, au moment de la reprise, en 1933, et en 1935-36. En outre, on ne peut pas résumer la *New-Deal* à une initiative et à une action fédérale (cf. note de bas de page 151).

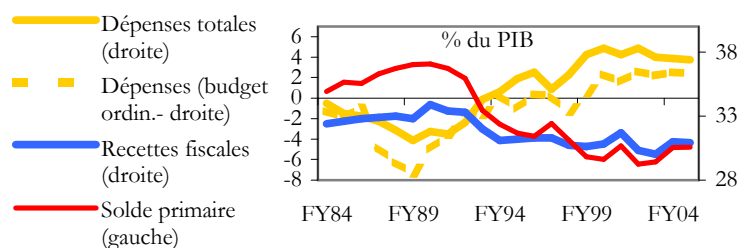
¹⁴⁰ Depuis la révolution conservatrice aux Etats-Unis, l'efficacité des programmes de la *New-Deal* est réexaminée de près, à l'aide de modèles micro-sectoriels à prétention macroéconomique, qui ne nous semblent pas satisfaisants. Pour une critique de ces modèles, le lecteur peut se reporter à l'annexe n°8.

Graphique 29 – Etats-Unis : chômage et emplois publics de la *New-Deal*



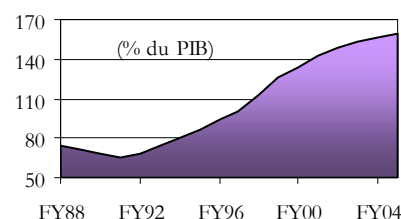
Graphique 30 – Etats-Unis : budget fédéral

Graphique 31 – Japon : Recettes et dépenses publiques, et solde (dont solde hors séc. sociale)



Source : Ministère des Finances du Japon

Graphique 32 – Japon : Dette publique brute non-monnaire



● L'échec de *la politique budgétaire japonaise* vient aussi avant tout de ce qu'elle n'a pas été mobilisée réellement. Cette affirmation est étonnante au regard de l'extraordinaire développement de la dette publique au long de la crise. Le déficit croît vite dès 1992, et atteint un niveau très élevé à partir de 1998 (cf Graphique 32), mais il résulte principalement des stabilisateurs automatiques, mis à contribution rapidement et lourdement en raison des politiques monétaire et de change restrictives. Le seul déséquilibre des comptes de sécurité sociale explique un peu plus de la moitié de ces déficits massifs (Graphique 31), le reste l'étant presque totalement par l'élasticité revenu des recettes fiscales (Kuttner & Posen [2001], Kalra [2003] notamment). Quand au solde structurel, qui n'est pas expliqué par les variations conjoncturelles de l'activité et donne une idée de l'activisme budgétaire, il passe de +1,5% en FY1990 à -6% en FY2000 et -5,4% en FY2003. Mais là encore ce creusement est expliqué aux deux-tiers par la dégradation rapide des comptes santé et surtout de retraite, résultant de la conjonction du vieillissement rapide de la population et de taux de rendement de l'épargne capitalisée anormalement bas en raison de la crise. Le reliquat n'est quasiment pas expliqué par de l'investissement public (cf Graphique 33), mais par la réduction systématique dans la crise, d'une base fiscale déjà très étroite au regard des standards de l'OCDE, et par une augmentation structurelle des dépenses courantes de l'Etat, qui résulte elle aussi d'ajustements passifs du budget central¹⁴¹. La politique budgétaire japonaise est donc contraire à l'image véhiculée par les gouvernements successifs, à travers les quinze

¹⁴¹ Ces dépenses courantes résultent de transferts fiscaux effectués au bénéfice des régions et des institutions publiques autonomes, dans une situation financière très dégradée, et des coûts d'entretien élevés des actifs physiques de l'Etat (bâtiments voiries, etc.), bref, de l'impact de la déflation des prix d'actifs sur la richesse de l'acteur public.

enveloppes budgétaires exceptionnelles annoncées et qui jalonnent la crise japonaise entre 1992 et aujourd'hui : globalement passive, donc restrictive, et quand elle fut active, principalement orientée du côté de l'offre¹⁴². Où sont donc passés les plans de relance ? C'est ce qu'on appelle **le problème des real waters** : de 1992 à 2004, sur les 13 paquets budgétaires de relance –195 trillions de yens– et des 21 enveloppes complémentaires votées –55 trillions– (soit 50% du PIB), 55% ont été effectivement dépensés¹⁴³. Ce taux surprenant est d'abord expliqué par **la lourdeur des procédures budgétaires**, qui font beaucoup intervenir les collectivités territoriales et le Parlement, à la fois dans le vote du plan, puis dans les procédures d'ajustement budgétaire dans la phase d'application –*matching procedures*–. Ce problème est particulièrement lourd pour l'engagement des travaux public et explique que dans leur cas, le pourcentage des dépenses effectives est encore inférieur aux chiffres mentionnés à l'instant¹⁴⁴. **La seconde explication est la versatilité des autorités japonaises dans leur stratégie budgétaire.** (i) D'abord, jusque 2002, à chaque fois qu'un plan de relance ou une réduction d'impôt sont votés, au lieu de créer un climat de confiance, le Gouvernement crie haut et fort que ce sera le dernier ou que ces allègements sont temporaires, pour calmer la Diète et montrer que c'est contraint et forcé qu'il engage ces mesures¹⁴⁵. (ii) Ensuite, –et c'est la raison pour laquelle l'activisme budgétaire ne ressort ni dans les données officielles, ni dans les tests économétriques–, les mesures

¹⁴² En recourant à un modèle VAR structurel, Posen [2001] trouve que la politique budgétaire prise dans son ensemble est à peine expansive jusqu'en 1995, mais devient nettement restrictive de 1997 à 2000. Pour le calcul de la croissance potentielle, il applique aux recettes fiscales observées une élasticité-revenu de 1,25 –qui est un consensus dans la littérature– et un taux de croissance constant de la productivité de 2,5%. Ces conclusions sont largement partagées dans la littérature, quelle que soit la technique utilisée. Plus récemment et à partir d'une approche très différente, Iwamura. & alii [2005] ont élaboré un modèle d'anticipations rationnelles plus complexe, dans lequel la politique budgétaire obéit à une règle d'intervention, fonction de l'*output-gap*, du taux de chômage naturel et de la cible d'inflation de la banque centrale. Ces deux derniers éléments permettent de définir un taux de croissance optimale et une frontière de solvabilité de la dette publique, au-delà de laquelle l'Etat a intérêt à la monétiser. On trouve ensuite une contrainte budgétaire intertemporelle pour l'acteur public, et pour un niveau observé d'*output-gap* et de déviance de la banque centrale par rapport à sa règle, un niveau optimal du solde structurel. Leurs conclusions sont identiques et ils trouvent que jusque 2003, la politique budgétaire est toujours restrictive, que sur 1999-2004, le solde structurel est supérieur à ce qu'il devrait être et par conséquent, que le gouvernement a dévié de sa trajectoire budgétaire ricardienne dans le sens d'un resserrement

¹⁴³ 50% si on exclue les deux dernières années, pour lesquelles les réformes budgétaires et la concentration de l'effort sur l'offre ont permis de relever ce taux (Posen [1998], Werner [2004] et Ministère des Finances pour FY2002 et FY2003).

¹⁴⁴ Pour une présentation institutionnelle du processus budgétaire, voir Bayoumi [1998] ainsi que OECD : *Japan Economic Survey*, 1999.

¹⁴⁵ L'exemple le plus emblématique de ce discours contradictoire est le passage début FY1997, en pleine croissance, d'une loi à effet immédiat, visant à plafonner le taux de dépendance des finances publiques aux émissions de dette. Cette loi est applaudie par les économistes les plus conservateurs, qui tentaient déjà à l'époque de faire passer le même type d'engagement dans la Constitution des Etats-Unis. Un retournement conjoncturel brutal intervient en cours d'année qui force le Gouvernement à suspendre cette loi. En 2000, le Gouvernement Koizumi, en recherche de crédibilité pour engager sa réforme administrative, fait à nouveau passer une loi du même type à la Diète, plafonnant les émissions obligataires à un montant absolu de 30 trillions de yens... Elle est une fois de plus reniée quand l'éclatement de la bulle des NTIC déclenche une nouvelle récession... pour être à nouveau proposée quand l'embellie revient, par le *Fiscal System Council* mi-novembre 2005, un comité consultatif officiel du Ministère des Finances (NIKKEI Net, *Govt Panel Proposes Y30tn Ceiling On New Bond Issuance*, Monday, november 21, 2005).

expansionnistes faisant l'objet d'annonces publiques s'accompagnent de mesures plus discrètes, visant à compenser l'impact des premières sur l'équilibre budgétaire¹⁴⁶. (iii) Enfin, les autorités s'empressent de renverser l'orientation budgétaire dès qu'une embellie conjoncturelle est constatée. Ces revirements précoces interviennent à deux reprises, en FY1996-97 et en FY1999-00¹⁴⁷. Ils provoquent la récession dans le premier cas seulement, mais dans les deux, ils ont amplifié la réaction de la demande privée à la crise. Il est donc normal que les travaux évaluant les multiplicateurs à partir de données agrégées de la dépense et des recettes trouvent des chiffres concluant à l'inefficacité de la politique budgétaire¹⁴⁸.

Ce n'est pas que les programmes de relance sont inefficaces, mais plutôt que l'activisme budgétaire a en fait été faible, et quand il fut engagé, instable et brouillé par un discours sans continuité. Évalué à un niveau plus détaillé du budget, les multiplicateurs sont au contraire respectables, mais leur capacité à se maintenir sur le moyen terme est très variable suivant les programmes.

Kuttner & Posen [2001], qui fournissent les travaux les plus sérieux sur ce point, trouvent qu'ils sont en moyenne de 1,75 à court et moyen terme –le haut de la fourchette des estimations fournies dans la littérature–¹⁴⁹. Surtout, toutes les études détaillées trouvent des multiplicateurs supérieurs à 1 sur le court-moyen terme, ce qui est conforme à la théorie et suffit en soit à justifier l'activisme budgétaire. Par contre, elles trouvent toutes que l'effet expansif baisse très tôt, ramenant le multiplicateur à des zones proche de un, voire en dessous. Celui évaluant l'efficacité des grands travaux part d'un niveau élevé mais chute rapidement¹⁵⁰ tandis que pour les réductions fiscales, l'effet est globalement faible mais persistant –ce qui est là aussi conforme à la théorie keynésienne sur les effets d'offre. Enfin, Ramaswami & Rendu [2000] confirment que l'accroissement des consommations courantes de l'Etat a globalement un impact négatif. Au total, ***l'activisme budgétaire ne doit pas être rejeté, mais c'est la stratégie***, ou plutôt l'absence de stratégie du gouvernement japonais en la matière, qui explique son échec à stabiliser l'économie.

¹⁴⁶ Voir notamment Kuttner & Posen [2001], Kaltra [2003] ou encore Werner [2004].

¹⁴⁷ Dans le premier cas, l'ajustement a consisté en une hausse des impôts sur le revenu des ménages et de la TVA, cette dernière passant de 3 à 5%. La réaction fut immédiate : une chute de la consommation qui casse une timide reprise de l'investissement. Dans le second cas, le choc négatif provient de l'addition de la baisse des investissements publics et de différentes mesures visant à restaurer l'équilibre des régimes de retraite, passant par la hausse des cotisations sociales et par des contraintes de couverture nouvelles des passifs sur les fonds de pension privés.

¹⁴⁸ Bayoumi [1999], Perri [1999], IMF [2003].

¹⁴⁹ Voir également Ihuri & Kondo [2001]

¹⁵⁰ Ce qui corrobore avec le problème des surcoûts générés par leur lenteur effective et avec celui de leur faible rendement intrinsèque, résultant à la fois de la mauvaise qualité des projets et de la règle de paiement molle, qui bénéficie beaucoup aux sociétés du BTP.

3.2. La légitimité du déficit budgétaire : une question politique et une question d'efficacité

A quoi est due cette passivité des politiques budgétaires ?

● **Aux Etats-Unis, elle tient à un problème de dépendance au sentier.** Avant la crise, les autorités locales (municipalités, contés...) représentent 57% du budget public total, contre 13% pour les Etats et 30% pour le Gouvernement Fédéral. Les premières sont celles qui enregistrent le plus régulièrement des déficits, tandis que le budget fédéral est toujours équilibré, voire excédentaire. Bref, il n'y a pas de politique budgétaire et la politique sociale est quasi-inexistante, occasionnelle et principalement réalisée au niveau des villes¹⁵¹. A la fin de la reprise, ces proportions sont respectivement devenues 29%, 23% et 48%, pour un accroissement nominal du budget public total de 75%! La *New-Deal* organise l'augmentation et la centralisation spectaculaires du budget public. C'est ***l'émergence du budget fédéral*** comme instrument de régulation conjoncturelle. Cette révolution est guidée par la profondeur de la crise, qui nécessite un déficit public massif. En effet, pour effectuer les dépenses, une accumulation de dette très supérieure à l'assiette fiscale étroite d'alors, seule manière d'élever le niveau du multiplicateur net du budget, était impossible au niveau des villes ou même des Etats, parce que les besoins locaux générés par la crise étaient trop hétérogènes, la solidarité budgétaire des Etats nulle, leur rattachement à un pouvoir d'émission monétaire inexistant, enfin parce que les titres de dette se concurrençaient entre eux¹⁵². La création d'un budget fédéral permet potentiellement de dépasser ces problèmes en centralisant la dépense et la fiscalité et en les connectant au pouvoir monétaire du Prince. ***Mais cet effet de levier potentiel n'est pas utilisé véritablement. Celui-ci ne s'affirmera qu'en 1938***, quand paniquée devant la violence de la *Roosevelt Recession*, l'Administration s'engagera enfin dans une politique de larges déficits. C'est alors seulement qu'il sera conçu véritablement comme une *institution de la liquidité*, c'est-à-dire dont la capacité de régulation par le déficit dépend, *in fine*, de son rattachement au pouvoir monétaire du Prince. Notons que ***cette révolution dans la manière d'appréhender le budget a pu se réaliser parce que la Fed a subi la même révolution après 1935***, quand ses nouveaux statuts en font une véritable banque centrale *indépendante au sein du Gouvernement* –selon ses statuts–, et non plus une institution publique mixte veillant aux intérêts corporatistes de ses membres (cf. plus bas).

¹⁵¹ Moyenne 1918-1932 et moyenne 1933-40. (Reading [1973], Wallis [1984] et Vernon [1664 – p.141]).

¹⁵² La crise économique a très diversement affecté les régions qui composent les Etats-Unis, et si les gouvernements locaux avaient réagi conformément aux besoins de leurs populations respectives, leurs taux d'endettement auraient été eux-mêmes assez hétérogènes pour que la concurrence entre les titres de dette introduise des primes de risque décourageant les politiques contra-cycliques. La dette fédérale, elle n'a pas de substitut équivalent et au-dessus de tout cela, elle est garantie par l'Union, réunie en Congrès et qui par la loi, organise la réserve fédérale.

Jusque 1937, le déficit public de l'Etat fédéral est en effet en moyenne de 1% du PIB, ce qui est faible comparé aux 7/8% enregistrés au Japon. Mais rapporté à la taille du budget, il devient colossal, beaucoup plus grand que le déficit public japonais. Certes, la bonne référence pour mesurer le déficit est le PIB et non le budget lui-même : la pression fiscale peut s'étendre à l'ensemble de l'économie –Etat socialiste– et la monétisation de la dette publique peut, dans certains cas, décrire un *policy-mix* optimal. Mais pour que ces deux arguments théoriques soient acceptés et donc, pour admettre que le déficit *ex-ante* n'a pas de rapport avec la taille du budget, il faut (1) que le pouvoir économique fédéral soit perçu comme politiquement légitime, (2) puis assimiler la révolution keynésienne qui différencie déficit *ex-ante* et déficit *ex-post*. Or ce n'est pas le cas à l'époque. Et comme les alourdissements fiscaux sont politiquement et économiquement délicats à entreprendre en temps de crise, ce manque de légitimité politique au cours des années trente est perçu comme une contrainte structurelle à l'accroissement des dépenses. La monétisation des plus-values que l'Etat fédéral engrange sur le stock d'or nationalisé, a certes permis d'afficher des déficits primaires équivalents au tiers ou à la moitié du budget fédéral, sans provoquer de crise de confiance. En cela, le processus historique par lequel la politique budgétaire émerge comme une institution de la liquidité correspond bien à ce que nous avons dit plus haut du concept de *policy-mix*. Mais au-delà de cette opération sur le stock d'or, on n'est pas parvenu à casser la relation faite à l'époque, entre la taille du budget et la taille du déficit, parce qu'on n'a pas véritablement appréhendé le budget comme une institution de la liquidité¹⁵³.

Tant que les théories utilisées et leurs traductions institutionnelles ne permettent pas d'unifier les leviers budgétaire et monétaire, la reprise économique est improbable parce que le pouvoir budgétaire est restreint. La reprise qui a suivi la Grande Dépression n'a été que partielle avant tout parce que ces institutions n'étaient pas matures, le budget fédéral et, comme on va le voir dans la dernière partie du chapitre, la Réserve Fédérale.

Cette contrainte sur le déficit fédéral explique la participation active des finances des Etats aux programmes de la *New-deal* –entraînant une grande lourdeur des procédures et le retard des projets¹⁵⁴– et l'orientation de l'Administration Roosevelt vers une politique de régulation conjoncturelle par restriction de la concurrence, en organisant le rationnement des marchés au niveau des syndicats de producteurs (cf. Encadré 10), plutôt que par le soutien à la demande.

¹⁵³ Parmi les *new-dealers*, ceux pro-déficit inspirés par Keynes avaient proposé dès 1933 d'aller plus loin, et de financer tous les programmes budgétaires nouveaux hormis les programmes sociaux, par émission monétaire, en contraignant par la loi la Fed à acquérir hors-marché la dette fédérale. Roosevelt s'y était alors opposé, redoutant une spirale inflationniste, alors que les tensions déflationnistes étaient encore observables.

¹⁵⁴ La littérature sur les politiques publiques pendant l'entre-deux-guerres aux Etats-Unis relève que nombre de ces programmes étaient, soit financés partiellement sur fonds fédéraux ou co-gérés (75% des dépenses de la *New-Deal*), soit totalement, mais conditionnellement au développement d'autres programmes sociaux et économiques au niveau des Etats, lesquels coopérèrent le plus souvent (Brown [1956], Wallis [1984]). Relevons par ailleurs que cette décentralisation réduit considérablement la portée des travaux sur la *New-Deal* n'utilisant que des données fédérales.

Encadré 10 – Etats-Unis : La tendance de la *New-Deal* à la planification et la *NIRA*

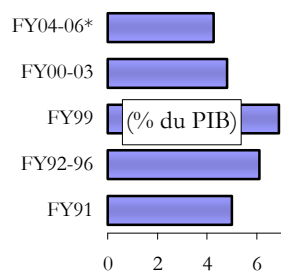
- L'*Industrial Recovery Administration* Act de juin 1933 fait partie des grands programmes de la première vague de la *New-Deal*. Il ne s'agit pas d'une politique structurelle budgétée, visant les secteurs stratégiques comme l'agriculture, l'énergie et les transports, mais d'une approche générale de la stabilisation dans l'industrie par la réduction de la concurrence. Elle consiste (1) en la prise de contrôle de la production d'eau, d'électricité et de raffinerie privées, et surtout (2) la suspension des lois anti-monopole pour permettre la formation de cartels dans l'industrie, sous le contrôle d'une administration, la *National Industrial Recovery Administration* (NIRA), formée sur le modèle de celle qui avait organisé l'économie de guerre quinze ans plus tôt. Cette construction corporatiste conduit parallèlement (3) à renforcer l'organisation syndicale et la réorganiser par branche et non plus par métier, de manière à organiser des accords généraux de relèvement de salaire.
- Chandler explique que de la fin du XIX^{ème} siècle jusqu'à la Grande Dépression les institutions dites de *coordination secondaire* se développent (Chandler & Galambos [1990]). Elles émergent dans le but de coordonner, au niveau fédéral mais dans un cadre privé, les institutions dites primaires, premières formes organisationnelles privées existantes, en réponse aux besoins de centralisation résultant de l'émergence du marché national. Concrètement des groupes diversifiés émergent au lieu des grandes entreprises unisectorielles, et les syndicats de corps de métiers locaux ou d'entreprises changent en organisations syndicales ou patronales fédérales ou locales, mais regroupant des marchés ou corps de métiers différents. Le pouvoir de ces institutions secondaires croît lentement jusqu'aux années trente, coexistant avec celles primaires traditionnelles. C'est le cas de la Fed, conçue en 1913 comme une organisation gérant la somme des intérêts bancaires particuliers. C'est aussi le cas de la NIRA qui ne doit pas être comprise comme un accident de parcours dans l'histoire de la libre entreprise aux Etats-Unis, mais comme un point d'orgue de cette tendance. Son échec dans la conduite de la reprise sur 1934-35 et son rejet par la Cour Suprême, en mai 1935, pour non-conformité au droit des Etats, est la véritable cassure historique, parce qu'elle conduit à distinguer l'intérêt général de la somme des intérêts particuliers. C'est le début de la macroéconomie, le véritable essor du *Big Government* et la refonte de la Fed en une institution d'intérêt public.
- Sur le principe, l'approche planificatrice de la NIRA devait remplacer la politique budgétaire par des accords salariaux. Mais en laissant les producteurs privés organiser eux-mêmes le rationnement de l'offre sur leurs marchés respectifs, elle freinait le mécanisme d'ajustement des prix relatifs internes qu'impliquaient les innovations antérieures et ce qui conduisait au résultat inverse d'une intervention budgétaire plus importante pour dépasser les rigidités nominales créées. Dans les faits, bien qu'en septembre 1933, 90% de l'industrie fonctionne officiellement sous la NIRA (Temin et Wigmore [1990]), les accords de production et de prix fonctionnent mal et sont mal respectés. Bresnahan & Raff [1991] et Bertin, Bresnahan & Raff [1996] montrent que dans des domaines comme l'automobile et ses composants, ou comme le raffinage, les *codes* sur les salaires et les prix expliquent mal ou peu le comportement des entreprises. Bersntein [1987] et surtout les travaux de Chandler confirment le mauvais fonctionnement des accords de prix. Weinstein [1980] trouve que ces *codes*, seraient responsables d'une croissance artificielle des salaires horaires du manufacturier de 2% par mois, soit 26% en annuel, jusqu'à mai 1935. Cette hausse est toutefois concentrée dans les petites unités et dans les secteurs en déclin. Les hausses de salaires négociées dans des accords cadre produisent en réalité trois effets sur la reprise, une hausse de la demande globale, une baisse de la rentabilité du facteur travail *ex-post*, là où les entreprises les moins rentables sont aussi les moins représentées dans les négociations, et une baisse de la rentabilité globale due au blocage du mécanisme des prix relatifs entre secteurs nouveaux et en déclin. Le premier effet de relance keynésien est d'autant réduit par les effets de composition sur l'offre que les besoins de réallocation sont importants et les finances des entreprises fragiles. Bernanke [1986] confirme implicitement ce résultat en trouvant que dans les huit secteurs qu'il étudie, les hausses de salaires horaires et baisses de durée du travail sous la NIRA, n'ont qu'un effet global modeste sur l'activité. Wallis [1989] parvient à la même conclusion. Il trouve que l'influence de la sécurité sociale, des syndicats et des accords de prix n'expliquent pas les différences de comportement du marché du travail et de la productivité des entreprises entre Etats. Les conflits syndicaux croissent en violence et en intensité au cours de la reprise, de sorte que la *peur de l'embauche* commence à jouer après 1935, au cours du *second round* de la *New-Deal*. Mais même à ce moment-là, l'effet keynésien domine. L'anticipation de la hausse des coûts a un effet très positif sur la reprise de la production industrielle (Weinstein [1980]) parce qu'en incitant les entreprises à constituer des stocks, elle lance le secteur des biens intermédiaires.

On a expliqué plus haut qu'une telle politique crée des rigidités nominales qui peuvent avoir un objectif social et amortissent les crises, mais qui ne sont pas contra-cycliques. Cette politique n'a pas été vraiment suivie et la littérature a beaucoup revu à la baisse son importance réelle. Mais en freinant le processus de réallocation des facteurs, et donc en protégeant de court terme en court terme leur allocation non-optimale, il est possible qu'elle ait, au contraire, prolongé la crise.

- **Au Japon**, où le budget public est historiquement à la fois très développé et fortement centralisé, sa passivité ne repose pas sur un argument de légitimité politique, mais s'explique d'abord par ***une conception dont la faible efficacité affecte la légitimité de l'endettement public***. Le degré d'activisme insuffisant observé plus haut est en soit un facteur de remise en question, parce que les stabilisateurs conjoncturels forment des déficits et une accumulation de dette sans augmentation de l'assiette fiscale qu'est le PIB. La versatilité de l'orientation budgétaire et l'inadéquation entre les annonces de plans de relance et les mesures effectivement engagées, deux reproches que l'on peut faire aux gouvernements japonais successifs jusque 2002, réduisent également l'efficacité de l'activisme budgétaire. Le déficit public n'est légitime que s'il est actif et résulte d'une stratégie constante dans le temps et lisible. Pour cette raison, le gouvernement nippon a perdu beaucoup de sa capacité à *choquer les anticipations* et par là, à légitimer sur le moment un déficit public massif. Avec le gonflement de la dette publique, le gouvernement japonais a effectivement rencontré des difficultés croissantes pour assumer un déficit élevé devant la Diète. Il lui a alors fallu justifier de plus en plus la construction de son budget, inchangée entre 1992 et 1998, jusqu'à ce que l'éclatement de la crise bancaire et la dépression de 1998-99, simultanément, élargissent les déficits conjoncturels et révèlent le risque moral massif sur l'offre de crédit dans des secteurs également privilégiés par la politique budgétaire.

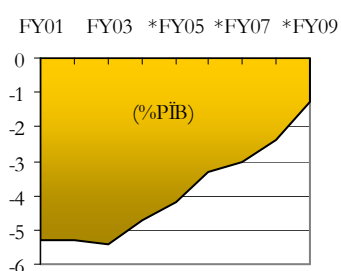
C'est à partir de la dépression de 1998-99 que l'autre source d'illégitimité du déficit budgétaire a commencé à être remise en question : le choix des mesures. Une mesure est légitime quand, par le multiplicateur, elle est capable de générer un revenu d'activité suffisant pour assurer l'équilibre budgétaire à long terme. La question à poser est alors, non pas combien il faut, mais quelles sont les mesures qui répondront le mieux aux besoins de réallocation de l'économie.

Graphique 33 – Japon : Investissement fixe public



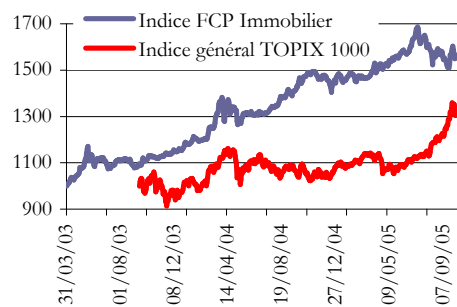
NB : prévisions pour FY06
Source : OCDE et *Cabinet Office*

Graphique 34 – Japon : Solde public primaire anticipé



NB : les années avec astérisque sont des prévisions Source : OCDE et *Cabinet Office*

Graphique 35 – Japon : OPCVM Immobiliers



Source : Tokyo Stock Exchange

• Dans l'expérience américaine, la NIRA avait été introduite dans un environnement où la concurrence apparaissait destructrice, non parce que la règle de paiement était molle, mais parce que les amples besoins de réallocations avaient conduit à une hausse des taux réels assez forte pour réduire l'horizon d'anticipation des agents. Une politique de relance classique pouvait être très efficace parce que la règle de paiement était dure. ***Au Japon, il faut tenir compte de l'origine du blocage à la réallocation des facteurs*** : l'instabilité bancaire, qui entretient une règle de paiement molle facteur de concurrence destructrice, et l'immobilier, qui utilisé pour sceller les relations de crédit, amplifie par son illiquidité les dysfonctionnements bancaires. La qualité de la politique budgétaire repose sur sa capacité à prendre en compte ces blocages :

(i) ***...en imposant aux secteurs d'activité protégés par les banques de se restructurer et de réduire de taille.*** La politique budgétaire ne peut pas compenser les défaillances de la supervision bancaire et assurer à elle seule le rétablissement d'une règle de paiement dure. En revanche, comme les pertes bancaires sont concentrées dans quelques segments d'activité, ceux auparavant protégés de la concurrence, la distribution, et surtout ceux qui avaient profité de la bulle, l'immobilier et le BTP, elle peut pousser à leur restructuration à travers des programmes d'aide ciblés incluant un volet coercitif. Or jusque 1998, l'activisme budgétaire consiste principalement à lancer des programmes de travaux publics cumulant le double désavantage d'être à la fois d'une pertinence douteuse –la littérature parle à ce propos de *pyramides dans le désert*–, et une garantie de survie inconditionnelle, servant finalement d'argument au risque moral des banques, pour soutenir un secteur d'activité surdéveloppé, surendetté et voué à réduire de taille à terme. C'est sous le Gouvernement Obuchi, en FY1999, que les encours mobilisés à ce titre plafonnent. Quand J. Koizumi le remplace, en 2000, le déficit s'est creusé de sorte que le taux de dépendance du budget aux émissions de dettes atteint un pic de 37% –contre 10,9% en 1990–. On n'observe à aucun moment des difficultés de placement de la dette, mais cette dépendance croissante crée une tension à la Diète suffisante pour imposer une refonte de la stratégie de relance. Elle consiste à abandonner la politique de grands travaux, à lancer des projets

de privatisation de grande ampleur¹⁵⁵, à réorganiser les institutions financières publiques¹⁵⁶, à simplifier le processus budgétaire et à introduire un souci de transparence dans l'action publique, notamment dans les procédures de passation des contrats de travaux publics. Ces réformes sont progressives, mais elles ont un impact direct sur le degré de la règle de paiement. Dans le cas du BTP, depuis le revirement de FY01 la réduction annuelle de 3-4% des programmes de travaux publics (cf. Graphique 33) est suffisante pour provoquer sa crise et son début de désendettement avant que la politique prudentielle bancaire se durcisse.

(ii) *...en développant des mesures d'offre tournées vers l'investissement.* La relance par le BTP est traditionnellement considérée comme efficace parce qu'elle touche un grand nombre de métiers et bénéficie d'abord aux bas salaires, ceux qui épargnent le moins. Mais au Japon, la crise bancaire la disqualifie. Hormis des programmes comme la *guerre des étoiles* de Ronald Reagan, il existe peut-être d'autres formes de soutien public du côté de la demande capable de tels effets, sans être suspectés d'entretenir le risque moral sur le crédit. Les associer à des programmes de restructuration est possible mais devient délicat parce que cela impose de reconnaître explicitement les sources des dysfonctionnements. Pour contourner ce risque moral sans se heurter à des problèmes politiques, il est plus simple de focaliser l'action budgétaire sur des mesures d'offre, qui ont l'avantage de viser toutes les entreprises et par conséquent, d'atteindre celles qui ne sont pas protégées par les banques. Surtout, les allègements fiscaux et crédits d'impôt relèvent la rentabilité structurelle des entreprises, pourvu qu'elles soient rentables. Elles améliorent donc la capacité des banques et entrepreneurs à dépasser le problème moral pour construire un plan de redressement viable. L'engagement de la politique fiscale intervient uniquement après 1998, quand le Japon entre en dépression, améliorant substantiellement sa qualité. Les ménages ont probablement bénéficié d'une partie trop importante de ces mesures, parce que c'est à la même époque en 1998-99 que les structures traditionnelles du marché commencent à céder. La confiance des ménages est alors atteinte structurellement. Ceci est sensible dans les enquêtes d'opinion, dans la rupture du trend de la propension à consommer, qui commence à baisser après ce choc, et à travers un moindre soutien de cette composante de la demande à la formation du PIB à partir de 1998 (cf. Graphique 13). Une orientation plus nettement en direction des entreprises aurait peut-être davantage accéléré leur désendettement¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Autoroutes en 2004, services financiers de la poste en cours, etc.

¹⁵⁶ Fusionnées, rendues plus indépendantes et contraintes de rendre davantage compte de leurs politiques de prêt.

¹⁵⁷ C'était notamment l'interprétation d'économiste tels Posen, ou Ito [2000] ainsi que les propositions de Bernanke [2000] et Krugman (op. cités) pour accompagner la politique monétaire de l'*engagement inflationniste* qu'ils proposent (cf. partie suivante). Saxonhouse [1999] et Feldstein [2002] expliquent que l'objectif étant de réduire le taux d'intérêt réel net des impôts et subventions, il aurait fallu une réduction temporaire de la TVA et un crédit d'impôt à durée limitée associé à l'effort d'investissement. Le problème de telles mesures est que pour être efficace, leur caractère

(iii) *...en améliorant la liquidité structurelle du marché de l'immobilier afin d'introduire une prime de liquidité facilitant les transferts d'actifs.* Dans les premières années de la crise, le Gouvernement s'est engagé dans une politique d'achat de terrains pour soutenir le marché dans les grandes métropoles. Outre (1) le coût exorbitant de ce type d'intervention, (2) leur impact est trop localisé et identifiable, (3) l'Etat choisit les bénéficiaires, ce qui a conduit à des malversations de grande ampleur dans un secteur où le risque moral s'exerce déjà massivement, et (4) il acquiert les droits de gestion sur ces actifs, alors qu'il n'est pas organisé pour cela. Il s'agit plutôt d'améliorer structurellement la liquidité du marché de l'immobilier, en facilitant son accès par la titrisation des créances hypothécaires et la pierre-papier. Le premier de ces deux marchés se développe véritablement depuis 2003 mais est toujours étroit, avec un encours nominal cent fois inférieur à celui existant aux Etats-Unis¹⁵⁸. Celui des OPCVM immobilières a par contre fortement progressé, même si leur capitalisation demeure modeste comparée à la référence américaine (cf. Encadré 11)¹⁵⁹. En introduisant de la liquidité sur un marché non liquide, de nouveaux intervenants peuvent entrer et se porter acquéreurs par seul souci de diversification. C'est notamment le cas des investisseurs étrangers qui, jusqu'alors, n'avaient aucun accès au marché de l'immobilier, si ce n'est par des opérations réelles d'achat, imposant un ticket d'entrée élevé et des structures juridiques adaptées. La prime de liquidité, intégrée aux prix de l'immobilier, améliore leur valorisation. Ces changements de structures sont loin d'être secondaires. Jusque 2004, les FCP cotées contenaient principalement des projets immobiliers dans le centre de Tokyo. Leur impact a été sensible parce qu'ils ont provoqué la première hausse des prix dans le secteur depuis 2001. Ensuite, s'il est assez développé, un tel marché améliore sensiblement le fonctionnement des procédures de faillite ou de saisine, comme on le verra dans le chapitre consacré aux lois de faillite. Enfin, au début d'une crise, l'Etat peut intervenir sur les marchés hypothécaires beaucoup plus efficacement que par des achats réels de terrains, ses opérations étant anonymes et mieux réparties sur l'ensemble du marché¹⁶⁰.

temporaire doit être crédible, ce que l'origine structurelle de la crise japonaise rend difficile. En outre, leur intérêt repose sur le diagnostic d'un traumatisme de la dette chez les entreprises –le syndrome de *debt rejection* observé dans les années trente–. Or il est loin d'être valide. En 2004, le taux d'endettement moyen et celui des entreprises des secteurs auparavant protégés est toujours nettement plus élevé que celui observé au milieu des années quatre-vingt.

¹⁵⁸ Pour des données sur ce point, voir le compte rendu mensuel du marché des titres hypothécaires effectué par la Banque du Japon depuis 2004.

¹⁵⁹ Source : Tokyo Stock Exchange. Ces FCP représentent 0,4% de la capitalisation boursière de Tokyo, contre 1,7% aux Etats-Unis et un record de 8,6% en Australie.

¹⁶⁰ C'est typiquement ce que le Gouvernement des Etats-Unis a fait en 2001 et 2002, via ses agences hypothécaire, pour soutenir le prix de l'immobilier.

Encadré 11 – Japon : Le développement des OPCVM Immobilier

- Les OPCVM immobilières sont autorisées depuis 1997, mais le marché a réellement pris son essor en novembre 2000, suite à un amendement à l'*Investment Trust & Investment Corp Law* assouplissant les règles d'investissement de ces véhicules financiers. La bourse de Tokyo a alors construit un système de cotation dédié en mars 2001, prévoyant un accès aisé aux petits porteurs, et introduit la première entité sur la cote officielle en septembre de la même année. Dans la foulée, onze autres entités sont introduites. On en compte 25 en septembre 2005, pour une capitalisation totale de 2,7 trillions de yens. Ce chiffre devrait atteindre 3,2 trillions en 2006 selon la bourse de Tokyo, ce qui reste encore modeste comparé à un marché américain de 188 cotations pour une capitalisation de 18 trillions de yens en 2002.

Un indice des cours synthétique *Quick REIT index* est en place depuis le premier avril 2003, qui a enregistré une performance remarquable par rapport à tous les autres produits financiers de la place de Tokyo (cf. Graphique 35). Cela vient d'abord autant des performances commerciales des projets immobiliers associés aux structures OPCVM (qui ont les taux d'occupation les plus élevés) que de ce que ces placements répondent à une demande de diversification jusqu'alors insatisfaite, pour les étrangers, fonds de pensions japonais et ménages (17%). Cet afflux a permis à ces structures porteuses de croître en taille et d'accélérer les séquences d'émissions de nouveaux titres. Or, comme jusqu'en 2004, elles sont à plus de 70% investies dans des projets localisés dans les trois arrondissements du centre de Tokyo elles créent ce que les observateurs ont désigné comme une mini-bulle immobilière¹⁶¹. En 2003, un ensemble de réformes a encore accentué ce développement : la réduction de la fiscalité sur la détention des OPCVM, l'autorisation donnée aux banques de commercialiser ces titres dans leurs agences et la suppression de la règle limitant à 5% la part de l'immobilier dans les *fonds de fonds*. Cette dernière réforme est particulièrement importante car si ces produits ne sont pas encore développés au Japon, ils le sont dans d'autres pays. Elle permet la diversification internationale des fonds immobiliers étrangers et japonais.

- Ce type de produits permet aux promoteurs immobiliers de demeurer initiateurs de projets en étant simple intermédiaire, non pas propriétaire. Le risque n'est plus porté par eux et leur rémunération est certaine, constituée de commissions. Mais en générant une pression à court terme pour relever la rentabilité des actifs immobiliers, ces produits ont enclenché un bouleversement des pratiques dans le monde de la gestion du patrimoine foncier. Les commissions récupérées par les agences ont chuté, passant de 4-5% des valeurs locatives en 2000 à 2% en 2004. Plus en amont, les techniques de ciblage marketing pointues sont à présent utilisées pour systématiser les politiques commerciales, ce qui est nouveau au Japon. Ces OPCVM se sont également de plus en plus spécialisées sur certains segments, et de véritables politiques de réaffectation des locaux, quand ces fonds acquièrent des locaux déjà existants, visant des clientèles très ciblées. Ce n'est plus la demande qui ne s'ajuste plus à l'offre, comme auparavant, mais l'offre se modèle sur la demande. Cette révolution managériale conduit un basculement d'objectif, de la maximisation du rendement unitaire des parcelles à la maximisation du taux d'occupation du lot complet. Il s'ensuit des prix plus flexibles, et en contrepartie, des coûts de trésorerie moindres. Ces fonds ont créé une demande de services ciblés de gestion foncière qui n'existait pas auparavant. En utilisant leurs propres agences, ou en stimulant la création de nouvelles, ils ont fait émerger sur le marché une concurrence bien plus efficace et rentable. Ainsi, les complexes immobiliers détenus et vendus par les REIT ont tous des taux d'occupation moyens de plus de 95%, soit un niveau très supérieur à la moyenne locale, soit dès le départ, quand ce sont de nouveaux projets, soit après réhabilitation, quand ce sont des actifs rachetés.

- Aux Etats-Unis, les fonds de pension et assurances-vie investissent 5-10% de leurs fonds en immobilier. Au Japon, en 2003, chez les assureurs-vie cette part est stable autour de 4-5% mais elle n'est que de 0,1% chez les fonds de pension privés japonais. Il y a donc un fort potentiel, visible à l'appétence des fonds de pension nippons pour les OPCVM immobilières. En outre, c'est un marché très recherché par les investisseurs étrangers, ne serait-ce que pour de simples motifs de diversification des risques. Il en est de même des investisseurs individuels, à la recherche de placements pour leur épargne à long terme, plus rémunérateurs que le taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat à 10 ans. Certaines OPCVM sont financées à plus de 70% par les investisseurs individuels, ce qui est tout à fait nouveau pour la bourse de Tokyo.

¹⁶¹ NIKKEI Weekly, *Cheap-Money Glut Fuels Mini Property Bubble in Akihabara, Roppongi*, march 22nd 2005.

● La politique budgétaire japonaise, comme celle des Etats-Unis des années trente, est à l'image d'Hamlet dans un monde keynésien. A leur échelle respective, ces deux pays ont utilisés le levier budgétaire comme aucun autre pays avant eux, tout en revenant régulièrement sur cette pratique. Dans le premier cas, la contrainte sur le niveau du déficit résultait d'abord d'un manque de légitimité politique des institutions fédérales, après seulement de l'absence des fondements théoriques keynésiens légitimant économiquement le déficit. Au Japon la légitimité politique est acquise et la théorie keynésienne est peu ou prou entrée dans les mentalités. ***Les facteurs politiques expliquent en partie la passivité de la politique budgétaire.*** Dans la crise, une politique de déficits peut fragiliser un gouvernement en place sur le court terme et de ce point de vue, ***les crispations sur le niveau de la dette en pleine récession sont, comme la référence monétaire à l'or, une 'relique barbare'*** des premières théories de la monnaie marchandise. Dans un régime parlementaire instable comme au Japon, l'épouvantail du déficit devient comme la restructuration bancaire, synonyme de siège éjectable. L'image vertueuse recherchée à court terme par les gouvernements japonais successifs a ainsi conduit à accumuler de la dette sans parvenir à stabiliser le niveau des prix. Un autre facteur, cette fois-ci d'ordre économique, concoure à expliquer ces crispations : une mauvaise conception du budget. Ce n'est qu'à partir du moment où les déficits se creusent que les choix budgétaires sont corrigés, détendant les crispations sur le niveau de la dette publique, en particulier, levant la règle de plafonnement des émissions de dettes à 30 trillions, aussi absurde que le critère de déficit de Maastricht.

La capacité d'un gouvernement à déclencher de larges déficits pour stabiliser la conjoncture dépend beaucoup de sa capacité à justifier ses programmes. C'est une leçon du Japon. La lisibilité est faite non seulement pour ancrer les anticipations des marchés anonymes, mais aussi pour stabiliser politiquement les orientations budgétaires. Cela ne suppose heureusement pas que le système démocratique converge vers les meilleurs choix, mais comme Popper le rappelait, qu'il est en mesure de remettre en cause les mauvais. Seul ce mécanisme justifie l'extraordinaire pouvoir du Prince à faire du déficit et éventuellement, à le monnayer.

● Une dernière remarque nous amène à la partie suivante : la politique de l'or a été efficace parce qu'elle a relâché la contrainte monétaire et permis la dépréciation du dollar, mais aussi parce qu'en permettant la ***monétisation partielle du déficit***, elle a desserré la contrainte de développement de la dépense publique. Emblématique du pouvoir du prince-monnayeur, la politique de l'or a montré que le *policy-mix* n'est pas la confrontation des politiques monétaire et budgétaire autonomes sur le marché, mais l'instrument complet, la conception commune de la politique conjoncturelle décrite plus haut dans le chapitre de transition. L'Administration comme la Fed

n'en ont pas eu conscience à l'époque. Aujourd'hui que le gouvernement nippon en a conscience, c'est la Banque du Japon qui l'a oublié. C'est l'*independency-trap*.

4. Derrière la politique monétaire restrictive, la crise existentielle de la Banque du Japon

- Au cours de la crise, la Banque du Japon a-t-elle fait son maximum ? La réponse est non. Au regard des standards macroéconomiques, la Banque du Japon a exceptionnellement mal géré la crise, au début, dans la phase de trappe à liquidité comme dans celle actuelle de sortie de crise. Cette dernière partie du chapitre explique pourquoi. L'orientation restrictive de la politique monétaire dans la première phase de la crise est facile à diagnostiquer. Elle l'est un peu moins dans la phase de trappe à liquidité parce que ce diagnostic requiert de revenir sur les fondements théoriques de l'analyse, en particulier les canaux par lesquels la politique monétaire peut agir. Ce travail de remise à plat effectué, le danger d'une sortie de crise remise en cause par la politique monétaire apparaîtra criant.

Depuis 1998, dès que le Gouvernement appelle la Banque du Japon au dialogue, elle ne s'y oppose pas, mais se dérobe au débat ouvert rappelant l'indépendance garantie par ses statuts. Elle a certes tout lieu de se méfier d'un gouvernement incapable de restaurer une règle de paiement dure et qui s'avère si mauvais gestionnaire des finances publiques. Mais d'une part, depuis 2002, des progrès nets ont été réalisés sur les deux plans, qui auraient dû permettre la coopération entre des deux institutions. Le contraire s'est produit. D'autre part, cela ne justifie pas son mutisme. A aucun moment, la Banque du Japon, qui se dit pourtant indépendante, n'a critiqué ouvertement le laxisme de l'autorité prudentielle, ou la qualité douteuse des programmes de relance. Elle s'est bornée à dénoncer un déficit public inévitable. Ici, alors que la politique monétaire atteint un niveau d'expansion exceptionnel, le jugement porté sur la pertinence des options de la Banque du Japon est étroitement lié à l'idée que l'on se fait de l'indépendance d'une banque centrale, et donc de sa nature même.

- On montre (4.2.) que l'impotence de la Banque du Japon face à la déflation –la trappe à liquidité– tient à une perception incorrecte de la nature de cette institution, donc à une perception étroite de ses capacités d'interventions. On regardera alors (4.3.) comment cette nature particulière doit se traduire concrètement dans les statuts. Avant cela, on fait, comme dans la partie budgétaire, un détour par l'histoire de la Fed des années trente (4.1.), qui est justement l'histoire de sa transformation en une véritable banque centrale, le passage d'une institution semi-privée au fonctionnement corporatiste à une *institution de la liquidité*, en charge de la préservation du bien public qu'est la monnaie.
- Les dysfonctionnements de la Fed conduisant à sa réforme en 1935 et ses erreurs ultérieures montrent que cette réforme, imposée par la nécessité, ne s'est pas appuyée sur une théorie de la

monnaie capable de l'expliquer, de sorte que si elle n'a pas été incohérente, elle a été imprécise. Les erreurs antérieures se sont donc reproduites dans ce nouveau cadre, cette fois-ci non par l'inaptitude des institutions, comme avant 1935, mais par l'absence d'une théorie de la monnaie-organisation disponible¹⁶². L'argument de type *path dependency*, mobilisé pour expliquer le comportement du budget fédéral, peut peu ou prou être réemployé ici¹⁶², de sorte que la Grande Dépression peut bien être interprétée comme une crise de l'ensemble des institutions de la liquidité. Quand à l'argument de type **no muddling through** qui a caractérisé la politique budgétaire japonaise, il peut aussi être réemployé pour désigner l'intransigeance d'une banque centrale nipponne qui elle, dispose pourtant de tous les outils théoriques nécessaires.

4.1. La réforme de la Fed en 1935 : l'émergence d'une banque centrale sans théorie monétaire sous-jacente

- Les deux premières sections traitent de l'organisation de la Fed avant sa réforme de 1935 (4.1.1.) et après (4.1.2.). On voit comment, dans le premier cas, la doctrine monétaire sous-jacente a modelé les statuts fondateurs de la banque centrale, trop rigides pour lui permettre de s'adapter aux besoins nouveaux de régulation monétaire apparus avec le développement de l'économie américaine au cours des années trente. Ceci nous permettra de comprendre pourquoi, dans le second cas, les nouveaux statuts, trop imprécis car sans appuis théoriques, sont incapables de supprimer les réflexes antérieurs assis sur une ancienne théorie monétaire bancaire. La troisième section (4.1.3.) montre que le comportement instable de la Fed demeure de la reprise en 1933 jusqu'à la *Roosevelt Recession*, et explique la violence de celle-ci.
- On voit, à travers ce nouveau détour par la Grande dépression, que la révision des statuts d'une banque centrale doit être l'occasion de rappeler ses principes constitutifs, i.e. d'explicitier la théorie de la monnaie-organisation, qui lui est sous-jacente. La Banque du Japon ne le fera pas lorsqu'elle accèdera à l'indépendance. Ce manque d'appui théorique devient explicite quand juguler la crise requiert des mesures exceptionnelles d'expansion monétaire. La Fed est sur ce plan une illustration historique simplifiée du cas japonais plus complexe.

4.1.1. La Fed avant 1935 : une pseudo-banque centrale

- Sur la décennie de crise des années trente, l'étalon-or contraint les politiques monétaires dans tous les grands pays, mais dans cet ensemble, les Etats-Unis font figure d'exception. La Fed se distingue de ses congénères parce que **la composante discrétionnaire de sa politique monétaire est, de loin, le principal facteur explicatif de son orientation restrictive**, alors même qu'à l'exception de deux épisodes, printemps 1931 et février 1933, **les Etats-Unis attirent**

¹⁶² Suivant les termes dans lesquels on a défini ce concept dans l'introduction générale.

*Por du monde*¹⁶³. La Fed entretient ainsi un afflux de métal précieux en entretenant la crise économique locale, qui atténue *ex-post* son orientation restrictive, sans y remédier. Ce qui explique cela, c'est une doctrine monétaire qui rejette la fonction de PDR et la dimension macroéconomique de la Fed, tout en condamnant l'inflation. Bien sûr, à l'époque, les banques centrales ont une conception frustrée de la politique monétaire. En 1932, la Banque Royale de Suède sera la première à se doter d'un objectif macroéconomique. Mais au cours de l'entre-deux-guerres, elles acquièrent une conscience du *bien public qu'est la stabilité bancaire*, en développant leur fonction de PDR, ainsi qu'une *conscience macroéconomique*, en portant un intérêt croissant au niveau général des prix et à des prix d'actifs aussi centraux que les cours des matières premières et des obligations privées. La Fed est en retard sur ces deux aspects, parce que sa doctrine s'est cristallisée dans des statuts fondateurs qui la reflètent étroitement : une organisation fondée sur une approche corporatiste caractéristique du développement des institutions américaines décrite par Chandler (cf. Encadré 10), assimilant l'intérêt général qui a justifié sa formation à la somme des intérêts particuliers de ses promoteurs.

(i) L'organisation corporatiste de la Fed

● On retrouve ici le problème du manque de légitimité des institutions fédérales, déjà observé dans notre discussion sur le budget. Ici, il prend la forme d'un processus de décision décentralisé et dominé par les intérêts privés, et par une capacité d'action statutairement restreinte. De manière emblématique, le *Fed Reserve Board est la propriété du Système*, c'est-à-dire les Réserves de District, qui le contrôlent totalement. Comme celles-ci sont elles-mêmes représentées par des groupes d'intérêt privés, la gouvernance de la banque centrale, les décisions de politique monétaire au sein des organes de direction résultent d'un jeu d'équilibriste, d'où les majorités émergent par la coalition d'intérêts professionnels et géographiques. L'intérêt général est donc assimilé à la somme des intérêts économiques particuliers représentés¹⁶⁴. A cette approche corporatiste de la politique monétaire s'attache une *construction éclatée du pouvoir monétaire*¹⁶⁵ et une *capacité d'action singulièrement restreinte* dans ses statuts.

¹⁶³ Dans leur étude internationale sur la Grande Dépression, Bernanke & Mihov [1999] trouvent en effet que la Fed est la seule grande banque centrale dont la composante discrétionnaire de la politique monétaire exerce une influence déstabilisante certaine sur le reste de l'économie. Laidler [2003] confirme les conclusions de Friedman & Schwartz [1963], largement reprises dans la littérature, suivant lesquelles dans les années vingt et trente, l'étalon-or n'impose aucune contrainte restrictive sur la politique monétaire domestique des Etats-Unis.

¹⁶⁴ Toutes les grandes banques centrales ont une structure actionnariale, mais l'Etat est la plupart du temps fortement présent et surtout, les droits de propriété sont toujours strictement dissociés des droits de contrôle. C'est le cas de la Banque du Japon, depuis sa création jusqu'aujourd'hui.

¹⁶⁵ Les grandes décisions qui donc touchent aux instruments de la politique monétaire et bancaire, les Réserves de District sont massivement représentées dans des organes fédéraux qui comportent un grand nombre de membres,

La Fed n'est donc pas conçue comme une institution publique dédiée à l'intérêt général. Elle est alors soumise aux mêmes règles de solvabilité que les banques privées. Sa prise de risque de taux est donc limitée à ce qu'estiment être utile et supportable ses membres et ses objectifs, fixés par ceux-ci, sont contingentés à cette limite. Bref, à la différence d'une banque centrale dont la légitimité émane explicitement du Prince-monnaieur, elle ne veut ni ne peut s'extraire du risque conjoncturel

Elle n'a donc aucune dimension macroéconomique reconnue¹⁶⁶. La Fed est créée dans le simple objectif d'aider les banques adhérentes à faire du crédit, comme *une chambre de compensation assurant en plus un service de liquidité*, en émettant des titres de dette à court terme et la monnaie fiduciaire, le tout gagé sur son stock d'or. Warburton, un monétariste d'avant l'heure, des années quarante, est véritablement le premier à donner une idée claire de la conduite de la Fed au cours de la crise¹⁶⁷. Cette capacité d'action restreinte se retrouve dans la doctrine monétaire du *Real-bill* qui inspire les statuts de la Fed à sa création en 1913, et à laquelle ses dirigeants se réfèrent toujours dans les années trente. Cette doctrine reprend les conclusions des théories de la monnaie-marchandise du XVIII^{ème} siècle. Elle dit, en substance, que *la production d'un système bancaire consiste à accorder des crédits aux emprunteurs solvables à court terme et pour financer uniquement le fond de roulement, c'est-à-dire les stocks et les besoins courants. L'inflation, les crises et la dislocation de l'économie réelle viennent de ce que les banques se mettent à financer les investissements privés spéculatifs et ce faisant, créent des distorsions excessives de prix relatifs. Le système bancaire ne peut être source d'instabilité, d'inflation ou de déflation s'il se restreint aux opérations décrites et si, du côté de la banque centrale, celle-ci ne réescompte que les titres de bonne qualité*. Comme les théories de la monnaie-marchandise, la doctrine du *Real bill* repose sur une construction théorique très lacunaire qui, en particulier, ne dit pas ce qu'est un titre de bonne qualité, ni ce qui détermine le taux d'intérêt de l'escompte. La doctrine *Rieffer-Burgess*, qui répond à ces deux questions, est en quelque sorte son extension et application à la politique monétaire de la Fed.

(ii) La liquidité centrale et le prêt en dernier ressort

- La conception de la monnaie marchandise ôte à la monnaie toute dimension politique, tout fondement légal. Ce n'est pas une expression de la souveraineté mais un instrument d'échange pour faciliter les transactions réelles. Dans cette acception, la banque centrale n'est là que pour améliorer la liquidité du système interbancaire et doit être neutre sur l'activité réelle. Elle ne doit

aboutissant à un émiettement du pouvoir. Elles ont aussi la possibilité de conduire elles-mêmes des opérations sur les marchés monétaires, de sorte que le taux d'escompte fixé à New-York varie d'un District à l'autre.

¹⁶⁶ Quelques sénateurs avaient tenté –sans succès– d'introduire un objectif de stabilité du niveau général des prix dans les statuts de la Fed. Ces tentatives eurent lieu entre 1926 et 1928. Hetzel [1985] expose les termes du débat de l'époque. Il donne un excellent aperçu de la manière de pensée des responsables de la Fed d'alors et de la confusion des intérêts que ce débat faisait ressortir.

¹⁶⁷ Pour une présentation des travaux de Warburton sur la politique de la Fed dans les années trente, on peut se référer à Bordo & Schwartz [1979] et à Cargill [1979].

donc pas accumuler des risques ou plus précisément, sa prise de risque est définie comme celle acceptable par ses membres, qui en théorie du moins, en sont les porteurs finaux.

Dans ces conditions, d'une part, la création de monnaie centrale ne peut reposer que sur le réescompte ou la collatéralisation de titres de sa propre dette, excluant de la liste des titres éligibles ceux de la dette publique. D'autre part, sa propre capacité d'émission de contreparties de la base monétaire est restreinte par sa contrainte de solvabilité, définie comme celle d'une institution privée. Ceci restreint sérieusement la taille du marché monétaire, plafonne la capacité d'endettement du système bancaire auprès de la Fed et le rend structurellement illiquide et donc en amont, très sensible aux mouvements de la banque centrale.

Cette impossibilité pratique des interventions en dernier ressort est une conséquence de la doctrine du *Real-bill* qui, par principe, nie l'intérêt de ce type d'intervention : de même que la demande de monnaie ne doit être que pour motif de transaction, dès lors que les banques font du crédit à court terme, leur rentabilité est relativement préservée des aléas conjoncturels. Ceci revient à supposer que tant que l'endettement est faible, la monnaie est neutre, ou dit autrement, que la monnaie n'a aucune dimension collective, aucune dimension systémique. ***Toute hausse rapide des besoins de liquidité est interprétée comme une demande de monnaie hors du motif de transaction, à laquelle la Fed ne doit pas répondre.*** Concrètement, les possibilités d'intervention discrétionnaire en *open-market* de la Réserve de New-York sont ***statutairement plafonnées*** à un niveau assez bas, tandis que l'organe central du *Board*, qui peut seul modifier ce plafond dans le cadre de la politique générale d'*open-market*, n'étant pas réuni en permanence, ne peut intervenir en urgence. Cet organe central se retrouvait d'ailleurs souvent incapable d'engager de telles décisions compte tenu, d'une part, des intérêts régionaux et privés des *money-center banks*, bien représentés et opposés à ceux des petites banques plus fragiles et d'autre part, de la capacité de nuisance de Réserves de District disposant elles-mêmes de pouvoirs monétaires.

Jusqu'à la fin des années vingt, le système bancaire fonctionne pourtant sans grand incident grâce à la politique monétaire éclairée des Gouverneurs Young et Strong (Cargill [1979]). Davantage conscients de la dimension de bien public qu'est la liquidité centrale et de l'impact macro des mouvements de la Fed, ils mettent en place un organe permanent mais non officiel de gestion de la politique d'*open-market*, qui permet à la Fed d'accélérer le processus de décision du *Board* pour intervenir précocement dans les crises de liquidité et améliorer le travail de lissage de la liquidité bancaire. Ces ***pratiques non-officielles*** impriment à l'action de la Fed l'esprit de la fonction de prêteur en dernier ressort. Mais il s'évanouit juste avant la crise quand Benjamin Strong, décédé en 1928, est remplacé par un gouverneur aussi bien intentionné mais pas assez charismatique pour outrepasser les statuts de la Fed dans les actions de PDR, et pour s'imposer face aux intérêts particuliers représentés dans le Système. Les analystes du *Board* et de la Réserve de New-York sont conscients des interconnexions entre la liquidation des titres

provoquée par les ruées sur les dépôts et la création monétaire, mais pas la plupart des Gouverneurs de Réserves de District, ni la majeure partie des membres du *Board* qui viennent du Système et des autres instances du Système –l'*Advisory Council* surtout–, chez qui la doctrine de la « *real bill* » domine toujours¹⁶⁸. Ce choix doctrinal sert les intérêts des grandes banques, bien représentées dans le Système, qui veulent minimiser le rôle de la Fed, et qui considèrent qu'elle ne doit être qu'une chambre de compensation connectée à l'étalon-or¹⁶⁹. L'importante consolidation bancaire des années vingt entretient cette conviction que les faillites des années trente résultent de la spéculation, d'une mauvaise gestion des actifs bancaires privés, et non d'une crise de liquidité.

(iii) La politique monétaire assise sur une approche quantitative pure et la peur de l'inflation

- La doctrine du *Real bill* ne reconnaît que le motif de transaction dans la demande de monnaie, tandis que le motif de spéculation est exclu par construction et celui de précaution parce que la théorie postule que les banques répugnent à s'endetter à la Fed. Constatant par ailleurs que les banques se désendettent vis-à-vis de la Fed chaque fois que celle-ci effectue des achats en *open-market*, la **doctrine Rieffer-Burgess** conclue que le niveau des réserves bancaires est un bon indicateur du degré d'expansion de la politique monétaire. Et dès lors que la demande de liquidités centrales est considérée comme stable et que la quantité des titres éligibles est très restreinte, le rôle du taux d'escompte est secondaire et assez flou. Il est perçu comme un instrument de lissage de la liquidité en cas « d'accident », service rendu par une chambre de compensation, mais la rareté des contreparties papiers de la base monétaire fait qu'il n'est pas perçu comme un support du prêt en dernier ressort.

Le principal mode d'intervention de la Fed doit donc être la politique d'*open-market* d'absorption et de restauration des réserves bancaires, le seul indicateur monétaire viable. *De facto*, les fluctuations des taux d'intérêt nominaux, susceptibles d'exprimer des fluctuations dans la demande de liquidité, sont peu commentées dans les débats à la Fed.

Quand au taux d'intérêt réel, il en est totalement absent dans la mesure où la politique monétaire n'est pas censée agir sur le niveau de risque dans l'économie (Kindleberger [1973, 12]. **Le ciblage**

¹⁶⁸ Certains membres de la Fed sont conscients de l'impact déstabilisant d'une faillite bancaire sur les autres établissements. C'est en particulier le cas à partir de la faillite de la Bank of United States, en novembre 1930, qui déclenche un véritable vent de panique parmi les administrateurs du Système. Young, Vice-Président de la Réserve de New-York, déclare ainsi « *the failure of the Bank of United States had shaken confidence in the Federal Reserve System, more than any occurrence in any recent years* » (Friedman & Schwartz [1963] p.357). Dans les deux années qui suivent ce défaut, le Board discute régulièrement le problème des faillites bancaires et de la supervision. Mais la majorité des membres ne remettent jamais en cause l'interprétation majoritaire du *Real bill*.

¹⁶⁹ « *In the 20's, most Federal Reserve officials still regarded open market purchases primarily as a source of revenue rather than as a tool for regulating reserves for the purpose of controlling money & credit. (...) Benjamin Strong was one of the first officials to recognize the power of open market operations to affect reserve and credit conditions and through them, economic activity and prices.* » (Meulendyke [1999 – chap II-p.25]). On peut aussi se référer à Todd [1993 et 1994] pour des références officielles explicites montrant clairement, d'abord l'inconscience de la capacité de régulation macro de la Fed, puis le refus par ses membres de lui reconnaître cette autorité, à la fin des années vingt et pendant toutes les années trente.

des réserves bancaires, objectif d'ordre microéconomique, fait donc office d'objectif intermédiaire et final, conformément à une construction de la Fed conçue comme une chambre de compensation améliorée. Dans ses statuts, la seule mission qui lui est confiée en 1913 et qui le restera tout au long des années trente est d'assurer '*les conditions nécessaires à la bonne marche des affaires*', ce qui dans la logique corporatiste de l'époque était interprété de manière réductrice, comme '*faciliter l'activité interbancaire*'. Les minutes des débats internes du *Board* relèvent qu'au cours des années vingt, ***cette définition s'enrichit d'une dimension macro, implicite, qui est, non pas la stabilité des prix, mais la peur de l'inflation*** (Todd [1993]). Cette évolution n'exprime pas un changement de doctrine, mais la défiance de ses promoteurs devant le développement de l'activité de crédit au cours des années vingt, en particulier des financements bancaires de moyen terme.

4.1.2. Une bonne réforme, une mauvaise interprétation : la réforme inaboutie expliquée par un problème de génération

- La doctrine du *Real-bill* modelait étroitement les statuts de la Fed, au point que ces derniers étaient assez rigides pour ne pas refléter les progrès de la théorie monétaire ni s'accommoder d'une dose de pragmatisme¹⁷⁰. Ce détour par l'origine de la Fed, qui nous a éloigné de notre propos, était nécessaire pour comprendre l'origine de son comportement déstabilisant face à la liquidité. Sans cela, il est impossible d'expliquer, ce que l'on va voir maintenant, à savoir pourquoi les réformes de la Fed s'avèreront insuffisantes pour corriger son comportement

Nous savons que l'influence déstabilisante de la Fed est due, en première analyse, **(i)** à une capacité de prise de risque très limitée, en deuxième analyse, **(ii)** à une gouvernance ne permettant pas de faire émerger l'intérêt collectif, en troisième analyse, **(iii)** à une référence théorique inappropriée. Cette dernière a pour effet pervers, principalement, la croyance en un lien étroit non élastique entre la quantité d'or, la masse monétaire et le niveau des prix, confinant la demande de monnaie au seul motif de transaction. Elle justifie la prise de risque limitée de la Fed et la perception de la crise bancaire comme une crise de la spéculation plutôt qu'une crise de la liquidité.

- ***Les réformes de la Fed de 1932 et 1933 répondent au premier problème, (i) en rendant possible la fonction de PDR.*** Le *Glass-Steagall* Act de février 1932 fait un premier pas en relevant le plafond des interventions autorisées de la Fed de *New-York*, parallèlement à

¹⁷⁰ Si l'esprit de la fonction de PDR, insufflée officieusement à la Fed avant 1928, avait été entretenu par le Comité informel d'*Open-Market*, la crise bancaire n'aurait pas atteint la tournure dramatique qu'elle a prise après 1930, conférant une gravité inédite à la Grande Dépression. Là n'est pourtant pas le fond du problème, car les besoins exceptionnels de réallocation et l'arrivée à maturité du capitalisme aux Etats-Unis généraient des tensions déflationnistes assez fortes pour déclencher une crise profonde sans stabilisation automatique possible par ancrage sur l'étalon-or. Ce n'était donc pas seulement un problème de liquidité bancaire, mais aussi de politique monétaire, et plus en amont, de conception de la banque centrale.

l'élargissement sensible de la gamme des titres éligibles¹⁷¹. Le *Banking Act* de mars 1933 va encore peu plus loin dans ces deux réformes. Surtout, il autorise les Réserves de District à effectuer des avances contre tout type d'actif *en cas de nécessité*, selon les règles que le *Board* se définira lui-même, et officialise l'existence du comité d'*open-market*, alors rebaptisé *Federal Open Market Committee* (FOMC). Statutairement, la capacité de prise de risque de la Fed n'est plus limitée. Elle le reste *de facto* tant que sa gouvernance reflète une conception microéconomique classique du bien public et par conséquent, s'organise sur un mode corporatiste, au lieu d'affirmer d'emblée sa nature de bien public¹⁷². Le fait que dans les débats au Congrès, la Fed s'était opposée à ces réformes, donne une bonne mesure de l'enracinement de la doctrine monétaire originelle chez ses dirigeants.

- Alors qu'au cours de l'effondrement bancaire de février-mars 1933, la Fed avait littéralement abandonné ses fonctions¹⁷³, son comportement ouvertement déstabilisateur n'est sanctionné par aucune réforme de fond. Des discussions s'engagent tout de même sur les statuts de la Fed et sur les objectifs qu'il faudrait lui assigner. Elles prennent une nouvelle vigueur quand, après l'échec de la politique de l'or et l'essoufflement précoce de la reprise, en 1934, la Fed s'oppose par des stérilisations à la politique de l'argent de Roosevelt. Ces discussions déboucheront sur ***le Federal Reserve Act de 1935, dit Eccles bill***¹⁷⁴, qui résout le problème organisationnel (ii).

La Fed est complètement restructurée pour devenir, explicitement, une institution d'intérêt public. La réforme fait d'elle une véritable *banque centrale du Prince monnayeur*, et lui confère une organisation qui est encore celle qu'on lui connaît aujourd'hui.

Statutairement, ce n'est plus le Système qui domine et possède les organes fédéraux, mais la Fed qui possède un réseau²²⁰. Les droits de contrôle sont définis par les règles de fonctionnement des instances. Le *Board* devient explicitement l'organe de décision suprême de la politique monétaire, laquelle est unifiée à ce niveau pour les politiques de l'escompte, de l'*open-market* et des réserves obligatoires, et le réseau n'est plus considéré que comme un relais. Le Système est aussi évincé de la composition du *Board*, tandis que le Président des Etats-Unis influence sur le long terme son orientation en nommant ses membres –dont le mandat est allongé–¹⁷⁵. Suivant la formule

¹⁷¹ Cet élargissement de la liste des titres éligibles accroît d'un coup assez la liquidité des bilans des banques pour que malgré leur forte préférence pour la liquidité, celles-ci cherchent à se désendetter auprès de la Fed. En quelques mois, grâce à des opérations massives d'achats de titres éligibles par cette dernière, de février à début août 1932, la position financière des banques vis-à-vis du Système s'inverse. Les banques affiliées passent d'une position d'emprunteurs nets de 792 millions de dollars à une détention de réserves excédentaires de 100 millions en juillet 1932. Ce renversement montre à quel point la base monétaire était étroite et étranglait le système bancaire.

¹⁷² Le plafonnement des interventions discrétionnaires du FOMC et de la Fed de New-York, qui forment l'organe exécutif du prêt en dernier ressort, est emblématique de la contrainte contingente qui s'exerce sur cette fonction.

¹⁷³ Dans cette crise, le *Board* avait cessé de se réunir et la Fed de New-York, qui craignait que la débâcle des marchés entraîne de grosses pertes sur son portefeuille d'*open-market*, intensifia la crise de liquidité en vendant ses titres.

¹⁷⁴ En référence à son principal rédacteur, *Mariner Eccles*, proche de Roosevelt et nommé à la tête de la Fed fin 1934.

¹⁷⁵ Symboliquement, les directeurs des Réserves de District ne sont plus des Gouverneurs mais des Présidents, tandis que le *Board* devient *Board of Governors*, ses membres récupèrent ce titre.

désormais consacrée, la Fed devient *indépendante au sein du Gouvernement*. Mais quand Roosevelt inaugure ce système, les nouveaux membres nommés sont des proches, plaçant *de facto* la Fed sous l'influence du Trésor (Meltzer [2003]). L'organisation du PDR est aussi améliorée. D'un côté, le *Board* acquiert un pouvoir discrétionnaire sur les politiques de prêts financiers des banques, fixe les taux d'appel de marge à la bourse (*Securities Exchange Act* de 1934) et peut légalement faire usage de pressions discrétionnaires sur les banques individuelles –*use of direct pressure*– pour améliorer la qualité du PDR. De l'autre côté, au niveau de l'exécutif, le FOMC, le nombre des membres est réduit et la représentation du Système est fortement amputée au bénéfice des Gouverneurs du *Board*¹⁷⁶, qui détiennent à eux seuls la majorité absolue des droits de vote. Les procédures de décision sont assouplies pour lui permettre de réagir rapidement et, conséquence de son officialisation, les opérations d'*open-market* sont réglementairement centralisées à New-York, interdisant aux autres Réserves de les pratiquer ou de s'y refuser, de sorte qu'il n'y a plus qu'un seul taux d'escompte officiel. Enfin, l'éventail des titres éligibles est encore élargi et la fonction de prêteur en dernier ressort est clairement identifiée. Les capacités de gestion de la liquidité centrale par le FOMC –*instruments et procédures*– sont renforcées parce qu'en amont, le *Board* acquiert une véritable souveraineté en matière monétaire. En contrepartie, les minutes du FOMC comme du *Board* doivent être archivées, comprendre les résultats détaillés de tous les votes et arguments des décisions adoptées, et être intégrées au rapport annuel discuté au Sénat.

Ces réformes quoique profondes, demeurent bancales pour deux raisons complémentaires :

(1) Les articles confiant au *Board* une mission macroéconomique explicite sont rejetés lors du vote au Sénat¹⁷⁷. Hormis la stabilité du système de paiement, ***la dimension macroéconomique de la Fed n'est donc pas mentionnée dans les statuts***, ni la stabilité des prix, ni celle du crédit. Ceci implique que statutairement, le rapport de la Fed au budget fédéral n'est pas encadré et qu'il va être défini uniquement en fonction de la théorie de la monnaie

¹⁷⁶ Le FOMC est composé de sept membres du *board* auxquels s'ajoutent cinq représentants seulement pour l'ensemble des 12 Réserves de district, au lieu des 12 gouverneurs de Réserves dans le *Banking Act de 1933*.

¹⁷⁷ L'amendement proposé par les pro-'Chicago Plan' inspirés de Fisher, qui prévoyait d'inscrire explicitement l'objectif de stabilité des prix, est refusé. L'article original prévoyant '*d'assurer les conditions favorables au développement du commerce et de la production*', fait l'objet d'une attaque virulente et victorieuse du Sénateur Glass.

Déjà en 1928, le Gouverneur Strong, très proche de Fisher à cette époque, avait été poussé par lui à soutenir le projet de loi déposé par le Sénateur Strong (*Strong Bill*), qui désirait introduire dans les statuts de la Fed l'objectif de stabilité du niveau général des prix. Il refusa plusieurs années cette initiative, argumentant qu'il était dangereux de donner à des individus qui ne comprenaient pas ce qu'ils faisaient un pouvoir économique exorbitant. Sentant qu'il allait devoir quitter de la Fed, il présenta de nouveau ouvertement sa proposition devant le *Board*. Cargill [1979] cite une lettre éloquente de Fisher sur cet épisode, qui illustre terriblement le niveau d'ignorance des autres gouverneurs de la Fed quand à leurs responsabilités macroéconomiques : « *He went before the Board Congressman Strong and asked if they would object to his favoring the legislation. They did. During the talk, one of the Board said to Congressman Strong : I suppose that you would like to stabilize the price of Kansas wheat'. Thereupon the Governor Strong winked a Congressman Strong as much as to say : 'you see how much these people know on this subject'.* »..

dominante, qui se borne à la lutte anti-inflationniste et à l'interdiction du financement monétaire direct du déficit.

(2) Dans ses mémoires, le Sénateur Glass rappelle que *le processus de décision à l'intérieur du Conseil de la Fed est toujours un jeu d'équilibriste*, mélangeant les enjeux régionaux, à ceux des milieux d'affaire, les luttes d'influence entre les Réserves de Districts, la Présidence de la Fed, le Gouvernement et les Chambres (Todd [1996], Phillips [1992], Friedman & Schwartz [1963]). Ce jeu d'équilibriste malgré la réforme vient de ce que les conseils consultatifs fédéraux (*Federal Advisory Councils*) créés dans le cadre de la réforme et dont les membres sont choisis principalement par les Réserves, prennent une grande importance, en raison de la faible légitimité des instances fédérales face à un Congrès qui le contrôle.

- La Fed peut donc toujours se référer à la théorie monétaire archaïque qui avait inspiré sa conception en 1913, en particulier à la doctrine *Reijfer-Burgess*, assimilant l'objectif intermédiaire micro des réserves bancaires à l'objectif final de la politique monétaire, parce que la réforme de la gouvernance ne va pas assez loin. Elle est inspirée par le pragmatisme, c'est-à-dire l'expérience internationale et la nécessité pour le Gouvernement d'avoir une banque centrale active dans la lutte contre la dépression. Cette réforme inaboutie car sans fondements théoriques, vient de ce que la révolution keynésienne est trop récente. A l'époque, les leçons qu'on en tire concernent surtout la politique budgétaire, moins les théories de la monnaie et de la liquidité. Maintenant, le fait que la Banque du Japon en dispose ne l'a pas empêché de mener une politique monétaire restrictive au cours de la crise. Elle résulte certes d'objectifs imprécis dans ses statuts, mais plus en amont, elle résulte surtout d'une mauvaise qualité de son contrôle par la Diète, i.e. d'un mauvais encadrement de son indépendance. Inversement, ce contrôle était déjà très serré aux Etats-Unis à l'époque, en raison de la place du Congrès dans l'organisation politique. Compte tenu du manque de légitimité des institutions fédérales, ce contrôle démocratique avait pour effet de conforter la Fed dans sa doctrine monétaire, puisque celle-ci minimisait son rôle, sa prise de risque. Bref, la modernisation du cadre monétaire a achoppé sur un *problème de génération*.

4.1.3. Les conséquences : l'amalgame persistant entre liquidité bancaire et orientation de la politique monétaire

- Parce que la crise a conduit à la réalisation du risque systémique, elle a permis de faire émerger et d'ancrer dans les consciences la fonction de PDE que doit assurer la Fed. La tentative monétariste de dissocier les rapports à la liquidité sur les court et long termes, pour préserver le dogme de la neutralité de la monnaie, fait que les avancées dans la gestion du risque systémique n'ont pas été accompagnées d'une redéfinition des principes de politique monétaire. La première partie du chapitre montre qu'il y a, sur le plan conceptuel, une continuité entre la politique monétaire et le prêt en

dernier ressort, dans la mesure où c'est le taux d'intérêt de la liquidité fixé par la banque centrale qui réduit l'incertitude et permet aux conventions d'anticipations de se former. Il y a ici une discordance croissante entre l'affirmation de l'institution du PDR, qui reconnaît la dimension systémique des crises de liquidité, et la politique monétaire qui, en reposant toujours sur la doctrine *Reifer-Burgess*, est incapable d'appréhender correctement les comportements des banques vis-à-vis de la liquidité. Cette fracture théorique entre les deux fonctions réduit la capacité de la Fed à assumer chacune d'elles.

● ***Entre 1933 et 1935, cette fracture était déjà perceptible***, introduisant dans les anticipations des banques de l'incertitude sur les conditions futures d'approvisionnement en liquidité. La Fed va d'abord s'opposer à la politique de dévaluation de la valeur-argent du dollar que Roosevelt engage sur 1934-35 après la déception de la politique de l'or, en stérilisant le surplus de métal. Cette opposition entre la Fed et l'Administration n'a pas de répercussion sensible sur l'orientation de la politique monétaire. L'argent était une petite contrepartie de la monnaie centrale. En outre, c'est le Trésor qui, par sa politique de l'or puis par l'extension de la liste des titres éligibles à la Fed, dirige *de-facto* la politique monétaire et lui impose cette production de liquidité et les taux zéro qui en résultent. Ces stérilisations de la Fed ont par contre une valeur symbolique forte. Elles réduisent son portefeuille d'*open-market* pour la première fois depuis mars 1933, alors qu'il n'avait cessé de croître au cours de la politique de l'or. Pour signifier que la politique monétaire est selon elle trop expansive, elle réduit la liquidité bancaire au lieu de modifier ses taux, conformément aux recommandations de la doctrine *Riefer-Burgess*. Les banques, qui ont en mémoire l'influence pro-cyclique de la Fed dans la dépression, interprètent cette stérilisation différemment. Pour elles, traumatisées par les crises de liquidité, l'histoire des années 1929-33 se répète : la Fed ne semble plus vouloir garantir la liquidité bancaire. Son approvisionnement n'est plus qu'entre les mains de Roosevelt –mais qui a mis un terme à sa politique de l'or– et entre celles, incertaines, du reste du monde. L'inquiétude des banques est entretenue par une autre erreur d'appréciation de la Fed : elle n'abaisse pas son taux élevé de l'escompte parce qu'elle considère que l'abondante liquidité ayant amené les taux du marché monétaire au niveau quasi-nul, ce taux officiel a perdu son influence. Or c'est par ces opérations que les banques sont garanties de l'accès futur à la liquidité. Plus elles sont incertaines sur leurs besoins futurs de liquidité (comme suite à la politique de l'argent), plus ce taux a d'importance pour établir le coût du crédit. Eugène Black, proche de l'Administration et plus pragmatique que son prédécesseur (Temin & Wigmore [1992]) abaisse ce taux d'escompte de 3,5% à 1,5% entre avril 1933 et février 1934 (fin de la politique de l'or). Cette baisse est considérable mais insuffisante au regard d'un taux monétaire nul. Il ne sera plus réduit avant fin 1937, pour contrer la *Roosevelt Recession*.

● L'incompréhension du rapport des banques à la liquidité explique le *credit crunch* observé dans la première partie du chapitre. ***Elle aggrave ses effets après la réforme de 1935 :***

(1) Quand les entrées d'or s'intensifient après 1935 et gonflent encore les réserves bancaires, la Fed en déduit qu'il n'est plus nécessaire de poursuivre ses *opérations de lissage quotidien de la liquidité centrale*. Vu le caractère saisonnier de nombreuses opérations bancaires et du Trésor, ce retrait de la Fed accroît la volatilité des taux. Le système bancaire y est très sensible et réagit par une demande accrue de réserves complémentaires de monnaie centrale. En cessant de lisser la liquidité, la Fed stérilise donc indirectement une partie des entrées d'or.

(2) Le *resserrement monétaire précoce de 1936-37* explique la violence de la *Roosevelt Recession*. Ici, l'erreur tient à la fois au problème d'interprétation des réserves, et au refus de la reflation, pourtant nécessaire pour dépasser les effets de palier dans les anticipations de reprise dus aux rigidités nominales. Pour absorber les réserves libres, dans lesquelles la Fed voit un risque inflationniste au lieu d'une demande de liquidité, elle augmente les taux de réserves obligatoires, le nouvel instrument de politique monétaire dont ses statuts l'ont doté, qu'elle utilise pour la première fois et qui est le plus brutal de son arsenal (cf. Encadré 12). Les banques paniquent et déclenchent une crise du crédit, que *les interventions en dernier ressort de la Fed ne parviennent pas à juguler*. Le comportement de la Fed leur indique en effet que pour elle, le resserrement monétaire implique la raréfaction de la liquidité plutôt que son renchérissement.

(3) *Elle réagit tardivement à la Roosevelt Recession*, en avril 1938 seulement, et par une réduction des taux de réserves obligatoires ne corrigeant qu'un tiers des relèvements antérieurs, alors qu'elle est face à la crise du crédit historiquement la plus violente. Au cours de la Grande Dépression, la Fed relâchait sa contrainte une fois seulement les crises bancaires régionales transformées en crise de liquidité nationale, parce que pour elle, les défaillances bancaires ne faisaient que refléter leur mauvaise gestion, prenant à témoin le niveau des réserves bancaires. En 1938, cette incapacité à anticiper résulte toujours de la mauvaise interprétation des réserves bancaires et du manque d'intérêt pour l'indicateur crucial qu'est l'offre de crédit.

- En conclusion, la réforme de la Fed de 1935 ne stabilise pas son comportement. Elle est née d'une nécessité pragmatique imposée par la crise économique –celle d'une convergence de vue entre la banque centrale et le Gouvernement pour assurer la reprise– sans que cette nécessité pratique ouvre une réflexion théorique sur la banque centrale et la monnaie. D'où une réforme radicale mais inaboutie, caractérisée par une incapacité à (i) articuler correctement les fonctions de prêt en dernier ressort et de stabilisation macroéconomique –brouillant le message de politique monétaire et crispant le rapport des banques à la liquidité–, (ii) à remettre en cause la peur irrationnelle de l'inflation qui caractérise la Fed depuis les années vingt –interdisant la reflation–, (iii) à abandonner le dogme de l'interdiction du financement monétaire du déficit, autre *relique barbare* de l'étalon-or –contraignant la relance budgétaire comme on l'a vu plus haut–, malgré la transformation de la Fed en véritable banque centrale. On va retrouver ces trois problèmes dans la politique monétaire de la Banque du Japon, même si pour le premier, il prend sa source ailleurs que dans la théorie sous-jacente.

● Après la dévaluation et l'enclenchement de la reprise économique aux Etats-Unis, les capitaux internationaux refluent vers les Etats-Unis. Ce mouvement s'accélère à partir de la déthésaurisation de l'or en Europe, après 1935. Ces liquidités considérables réintroduites dans les circuits économiques par les investisseurs européens, les petits épargnants surtout, sont placées en grande partie vers les Etats-Unis en valeurs mobilières, et dans une moindre mesure en Grande-Bretagne. Les primes de risque public/privé sur les marchés se dégonflent, l'indice Standard des actions industrielles gagne 30% entre juin 1936 et le pic de février 1937 –avant le dernier resserrement monétaire–. Enfin, les prix mondiaux des matières premières s'élèvent et entrent dans une dynamique spéculative sous l'effet cumulé de la déthésaurisation, de la reprise mondiale anticipée et des dévaluations stabilisatrices en Europe, comme celle du franc, en octobre 1936¹⁷⁸. Ces dévaluations encouragent les arbitrages sur des marchés internationaux libellés dans une monnaie forte, le dollar en l'occurrence, de sorte qu'elles intensifient l'afflux de capitaux aux Etats-Unis et gonflent les réserves excédentaires des banques¹⁷⁹. Les autorités interprètent cette accumulation comme un risque inflationniste latent. Plus directement, elles craignent que les banques inondent les marchés financiers de crédits, nourrissant une bulle spéculative dont l'éclatement aurait des conséquences identiques à celles du krach d'octobre 1929¹⁸⁰. L'arrêt des opérations de stérilisation de l'or par la Grande Bretagne, en décembre 1936, accentue ces risques de bulle sur les matières premières. Un programme de stérilisation de l'or est finalement engagé. Il est financé par le budget fédéral qui, d'un côté, ternit les perspectives des marchés boursiers et des matières premières, qui se tassent à partir du printemps 1937, mais de l'autre, revigore la déthésaurisation, la spéculation sur l'or et donc, sur le relèvement de la valeur-or du dollar. Roosevelt écarte officiellement cette éventualité le 8 avril 1937, sans effet. Le problème n'est plus la bulle de matières premières mais l'accumulation de réserves bancaires. La Fed y répond en programmant trois relèvements des taux de réserves obligatoires en juillet 1936, mars 1937 et mai 1937¹⁸¹. Ils doublent en dix mois et absorbent les réserves libres des banques, qu'elles reconstituent à chaque fois, mais partiellement et de moins en moins vite¹⁸². La Fed suppose ces ponctions sans effet sur les banques. Elle fait la même erreur d'interprétation du motif d'accumulation des réserves qu'au cours des crises bancaires de 1931 et 1932. Ces réserves assouviennent en fait à une demande active de liquidités de la part d'un système bancaire globalement traumatisé par la crise de 1929-33¹⁸³. Cette erreur de diagnostic explique la surréaction des banques au déclenchement de la crise.

Les deux derniers resserrements cassent la reprise modérée du crédit et le mouvement de dégonflement des *spreads* de notation sur les obligations privées, stoppé à un niveau supérieur de 60% à celui moyen observé dans les années vingt. Comme en parallèle, le Trésor stérilise les entrées d'or depuis décembre 1936, des tensions apparaissent sur le marché monétaire, qui élèvent les taux au-dessus de zéro. La Fed de New-York intervient massivement en avril, avant le dernier relèvement des obligations de réserves, et se déclare prête à apporter aux banques les liquidités en quantité illimitée. C'est la première intervention officielle en dernier ressort de la Fed, mais elle intervient trop tard. Soufflant le chaud et froid sur les marchés, le dernier resserrement de mai débouche sur un krach du marché des obligations fédérales, suivi d'un premier krach boursier en septembre 1937 de 20%. La Fed panique. Elle réduit son taux d'escompte et estimant que son propre portefeuille de titres risque de ne pas suffire, demande le 30 septembre au Trésor de libérer 1,3 milliards de dollars d'or du Compte d'Or Inactif créé dans le cadre du programme de

¹⁷⁸ Kindleberger [1986] indique qu'en septembre 1937, au pic de l'activité, la moitié des exportations mondiales de matières premières vont vers les stocks. Leur niveau est supérieur de 50% à celui de 1929.

¹⁷⁹ Entre janvier 1934 et le début de la politique de stérilisation de l'or, en novembre 1936, le stock de métal croît de 6,8 à 11,3 milliards, élevant les réserves excédentaires des banques à 120% des réserves obligatoires (cf. Graphique 6).

¹⁸⁰ Ces inquiétudes apparaissent dans les minutes du *Board* de la Fed et dans les documents du Secrétariat au Trésor.

¹⁸¹ Un premier relèvement des réserves obligatoires est décidé mi-1936. Son ampleur correspond au maximum autorisé en une fois par les statuts de la Fed. Quand aux deux autres, ils sont programmés dès janvier 1937. Malgré la dégradation de la conjoncture à partir de fin mars, la Fed ne révisé pas sa position.

¹⁸² Ces réserves libres passent de 3 milliards avant le premier resserrement à 700 millions de dollars début août 1937.

¹⁸³ Friedman & Schwartz [1963] montrent que l'accumulation de réserves résulte d'une demande active de liquidité par les banques, puisqu'à chaque resserrement, les banques cèdent des actifs liquides rémunérés pour les reconstituer. Ce comportement vient en partie de l'interdiction de rémunérer les dépôts à vue, depuis 1933. Sans cela, au lieu de gonfler leurs réserves excédentaires auprès des Réserves de District, les banques auraient placé ces liquidités en dépôts interbancaires et accru la liquidité moyenne des petites banques

stérilisation. Cette seconde intervention en dernier ressort intervient trop tard. Les marchés de valeurs étaient affaiblis, soumis à une forte volatilité des cours depuis mars 1937, du fait de ces perturbations, de la spéculation sur l'or et de la dégradation conjoncturelle provoquée par le brusque retournement budgétaire. Ils chutent à nouveau le mardi noir du 19 octobre, cette fois-ci de 40%, entraînant les marchés de matières premières. Au cours des dix mois de crise, la vitesse de circulation de la monnaie rechute à un rythme aussi rapide que sur 1931-33 et les banques accumulent à nouveau des réserves complémentaires en masse.

4.2. *Le bilan médiocre de la Banque du Japon : l'independency trap*

- La conclusion la plus importante de la partie précédente est que réfléchir à la politique monétaire implique de réfléchir aux statuts de la banque centrale et que réfléchir à ceux-ci implique d'explicitier la théorie de la monnaie sous-jacente. Il ne s'agit pas de remplacer un dogme par un autre, mais de dénoncer toute construction institutionnelle qui d'emblée exclut ou fige des solutions de *policy-mix*, parce que cela revient à renier le principe d'incertitude. Et parce que la théorie keynésienne de la monnaie est justement fondée sur ce principe, elle n'admet pas de systématisme en macroéconomie, tels le refus de l'inflation ou du financement monétaire du déficit. Dans l'expérience de la Grande Dépression, la révolution keynésienne est intervenue trop tard, mais pas au Japon. Et pourtant, quand en 1997 les statuts de la Banque du Japon sont révisés pour lui conférer son indépendance actuelle, cette leçon n'est toujours pas assimilée. Résultat : comme dans le cas américain, une politique monétaire contrainte par une banque centrale qui se croit plus impotente qu'elle ne l'est et *in fine*, un diagnostic de trappe à liquidité qui, là encore, est erroné. La Fed a freiné la reprise et surtout, expliqué la violence de la crise du crédit de 1938. Ce risque est d'emblée exclu au Japon parce que le problème n'est pas un rapport à la liquidité traumatique que la banque centrale n'a pas su gérer, mais une règle de paiement rendant les politiques monétaires conventionnelles inopérantes. Pour restaurer l'influence de la Banque du Japon, il aurait fallu faire ce que nous avons fait avec la Fed : revenir sur les fondements de la doctrine de politique monétaire. L'échec de la politique monétaire quantitative qu'elle engage à partir de mars 2001 révèle moins son impotence que l'échec de la théorie monétariste dont elle s'inspire et qui repose aussi, dans le fond, elle aussi sur une conception de la monnaie-marchandise. A la Fed, le choix doctrinal justifiait originellement une organisation corporatiste de la banque centrale. Au Japon, il sert de justificatif théorique à une conception jusqu'au-boutiste de l'indépendance de la banque centrale, qui revient à assimiler celle-ci à une banque privée, ce qu'on a appelé dans la littérature l'*independency-trap*. La crise une est ici l'effet d'une incapacité à s'adapter (*no muddle through crisis*)

- Une brève présentation de la politique monétaire sur les années quatre-vingt-dix (4.2.1.) est suivie d'une présentation technique la politique monétaire quantitative appliquée depuis mai 2001 (4.2.2.).

On s'interroge ensuite sur les raisons de son échec et sur la possibilité d'aller plus loin dans l'activisme monétaire (4.2.3). Les réponses mettent en évidence le caractère monétariste de la stratégie de la Banque du Japon et valident la thèse de l'*independency-trap*, ouvrant sur la troisième et dernière section du chapitre, après nos deux cas empiriques, qui traite plus généralement de ce qu'il faut entendre par l'indépendance d'une banque centrale (4.3.).

4.2.1. La politique monétaire avant mars 2001

Tableau 2 – Japon : La politique monétaire du début de la crise à la *politique de taux zéro*

	Non dit sur la crise bancaire		Crise bancaire reconnue	
	1990-08/95	09/1995-01/1999	02/1999-02/2001	03/2001 - ...
Principe	Soutien au yen	Soutien implicite aux banques	Déflation	Déflation & soutien aux banques
Escompte	1991-92 : 6 → 3,25 1993-95 : 2,5 → 1	0,5%	0,5% → 0,35%	0,25% → 0,10%
Cible intermédiaire*	1991 : 8,3 → 5,7 1992-94 : 3,8 → 2,2 1995 : 2,2 → 0,8	0,5 → 0,3%	0% 08/2000-... : hausse du TMM ciblé (soulagée par intro. de facilités Lombard)	Réserves bancaires
Cause du changement	Crise des <i>jusens</i>	Crise de 1997-98	Erreur de pol. monet. source d'instab. banc.	Sortie durable de la déflation

*Taux du marché monétaire (TMM) sur les prêts en blanc à 24 heures.

- La politique monétaire japonaise suit une évolution historique en quatre phases. **Dans la première**, qui va de l'éclatement de la bulle à 1995, elle est restrictive parce que dominée par l'objectif de change. On en a déjà discuté. Le desserrement plus rapide de la contrainte monétaire à partir de 1995, est motivé par deux événements : l'entrée du taux de croissance de l'indice des prix à la consommation dans une zone négative et surtout, la crise des *jusens*, qui intervient comme un coup de semonce rappelant à la banque centrale que son objectif ne doit plus être, ni le taux de change, ni même la stabilité des prix, mais plus immédiatement, la préservation du système de paiement. **A partir de 1995, donc, l'objectif prioritaire de la politique monétaire est le soutien aux banques.** Il faut cependant relativiser ce propos. La politique monétaire est encore restrictive. Compte tenu de l'insolvabilité des banques, on ne peut qu'anticiper sur le moyen terme la contraction du crédit et la baisse des prix d'actifs. *De facto*, le taux de l'escompte est maintenu à un niveau de 0,5% et les taux du marché monétaire fluctuent autour de cette barre (cf. Graphique 39). Ce qui empêche la Banque du Japon de relâcher davantage sa contrainte, c'est que ce geste pourrait être interprété comme une reconnaissance officielle de l'insolvabilité des banques, que la tutelle bancaire continue de nier après 1995.

- Cette deuxième phase, s'achève en **février 1999, quand la Banque du Japon s'engage sur un objectif de taux d'intérêt monétaire à zéro pourcent** sur le marché des prêts à 24 heures. Cette nouvelle étape dans le relâchement monétaire doit être comprise comme une réponse à la

crise bancaire ouverte et à l'entrée du Japon en dépression en 1997-98, mais aussi comme une réponse *a minima* d'une banque centrale qui vient d'acquiescer son indépendance (octobre 1998) et qui veut le prouver : cette réponse est à la fois tardive –la conjoncture est déjà dégradée et le *capital crunch* identifiable dès la fin 1997–, et insuffisante. La littérature s'accorde pour diagnostiquer l'orientation restrictive de la politique monétaire tout au long de la crise¹⁸⁴. Ce souci d'indépendance se manifeste dans les troisième et quatrième phases de la politique monétaire, qui vont de l'engagement de la politique de taux zéro à celui de la politique monétaire quantitative (février 1999-mars 2001), puis de cette ultime étape à sa remise en question dans la sortie de crise.

Dans la troisième étape, ce souci d'indépendance prend la forme d'une approche de la stabilité monétaire trop restrictive, à savoir une cible d'inflation dans une fourchette trop basse de 0/2%, et qui refuse explicitement de prendre en compte les prix d'actifs et en particulier, le contexte bancaire. Elle conduira à relever le taux d'intérêt cible précocement, en août 2000, un peu avant l'éclatement de la bulle des NTIC, alors que l'inflation demeurait négative, que le crédit continuait de se contracter et que la crise de solvabilité bancaire n'était pas encore résolue. Cette erreur de politique monétaire est reconnue tardivement par la Banque du Japon, plusieurs mois après l'entrée en crise. Ses effets sont discutés dans l'Encadré 13. Ils provoquent ***la quatrième et ultime phase de détente (mars 2001-...)***. Dans cette dernière phase, le souci d'indépendance de la Banque du Japon ne s'apparente plus seulement à une cible d'inflation trop basse. Il s'exprime à travers l'engagement d'une stratégie de ciblage de la quantité de monnaie centrale, hautement représentative d'une approche monétariste de la théorie monétaire.

Encadré 13 – Japon : ce que révèle l'erreur de politique monétaire de la Banque du Japon d'août 2000

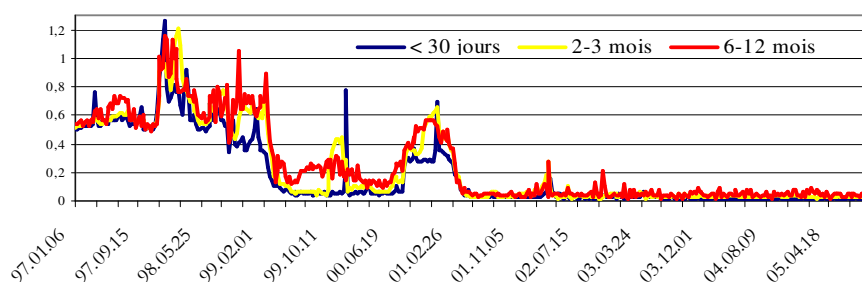
● Le **Graphique 36** illustre l'impact du resserrement précoce de la politique monétaire sur les financements bancaires¹⁸⁵. La surréaction des taux sur les certificats de dépôts, qui sont ordinairement des instruments monétaires très liquides, montre que le relèvement des taux par la banque centrale n'a pas seulement pour effet de détériorer les conditions conjoncturelles à venir. Avant cela, il (1) renchérit le coût de financement des banques –sous aléa moral, réduit leurs marges–, et (2) fait apparaître des prêts douteux dans les bilans. La surréaction indique que les agents ont bien compris que le système bancaire est sous perfusion de la banque centrale : quand les banques sont en manque de capitaux, que leurs perspectives de profits sont désastreuses et qu'en même temps, la tutelle bancaire refuse de les sortir du marché, le seul moyen de les maintenir en activité en évitant une rupture et la crise du système de paiement, c'est d'étendre constamment les conditions d'accès à la liquidité centrale. Avant d'être interprétée comme une faute menant à la crise conjoncturelle, la remontée des taux en août 2000 est donc d'abord perçue comme le signe d'un défaut bancaire dans un avenir proche, que le dispositif prudentiel n'est pas en mesure de prévenir. Si cette situation perdure, il est presque certain qu'elle débouche sur une crise de liquidité, puisque pour se protéger contre un éventuel défaut bancaire, les acteurs du marché monétaire vont rechercher autant de liquidités que possible. C'est à peu près ce qui s'est passé juste avant que la banque

¹⁸⁴ Pour la littérature de référence, voir la note de bas de page n°126 pour la période antérieure à 1995. Pour la partie postérieure à cette date jusqu'à aujourd'hui, voir celle mobilisée plus bas pour évaluer la politique quantitative.

¹⁸⁵ Voir aussi l'annexe 16 sur les indicateurs de marché de la crise bancaire.

centrale corrige son erreur. On a observé l'accumulation anormale de réserves et une poussée violente et continue des taux monétaires, bref, une tension sur la liquidité s'entretenant d'elle-même.

Graphique 36 – Japon : taux d'intérêt sur les certificats de dépôt



Source : Banque du Japon

- Pour répondre à cette crise de liquidité sans revenir en arrière immédiatement, la Banque du Japon introduit, le 9 février 2001, le mois précédant l'enclenchement de la politique quantitative, un dispositif de financement monétaire d'urgence –*Complementary lending facility*–. Normalement, elle pare à ces crises de liquidité en ouvrant le guichet de l'escompte, dont le taux définit le plafond de variation du taux cible du marché monétaire. Mais il n'est pas une garantie suffisante contre le risque de liquidité, parce que l'accès à ces financements automatiques dépend de la capacité des banques à disposer d'effets éligibles. Le plafonnement du taux monétaire cible peut donc transférer les tensions aux autres segments du marché monétaire. C'est cela qui s'est produit au Japon. Le dispositif complémentaire introduit en février 2001 est un système de type Lombard qui, d'une part, permet aux banques de collatéraliser leurs dettes et non de céder des titres –la gamme des titres mobilisables s'élargit donc– et d'autre part, introduit un système de 'groupage de collatéraux' (*pooled collateral system*). Ce système permet aux banques de constituer des pools mixant les titres éligibles classiques –JGB, etc.– avec des effets privés –billets de trésorerie et crédits bancaires–, dont les propriétés, obtenues par cette diversification, permettent d'élargir considérablement les conditions d'accès aux financements d'urgence, sans détériorer excessivement la qualité des garanties. L'objectif est alors de créer un marché sur lequel les banques elles-mêmes s'échangent ce type de produits synthétiques, et où la Banque du Japon se réserve le droit d'intervenir pour en modifier la liquidité.

Ce dispositif deviendra un instrument important de la politique quantitative. Ici, il n'atténue pas la crise de liquidité qui se profile au terme de la parenthèse du resserrement monétaire. Cela tient d'abord à une raison qui rappelle l'erreur de jugement de la Fed sur 1933-37 : ces facilités sont payées à un taux de 0,35%, un niveau très supérieur au taux monétaire. Le fait que la Banque du Japon abaisse l'escompte de 0,5% à 0,35% au moment de l'introduction des facilités complémentaires, puis à 0,25% deux semaines plus tard, est la preuve qu'elle a compris son erreur mais qu'elle tente tout pour ne pas la reconnaître. Rapprocher à plusieurs reprises le taux plafond de l'escompte de celui du marché monétaire, de 0,15% montre bien que la notion de sanction associée à ce plafond perd de sa substance, sauf à ce que le taux du marché monétaire baisse lui-même. A ce niveau quasi-nul, cela signifie plutôt que la Banque du Japon n'a plus les moyens de sanctionner les banques, sauf à provoquer leur défaut par une crise de liquidité. Elle doit donc abandonner l'instrument de l'escompte et baisser à nouveau le coût plancher du capital.

- A un niveau de taux monétaire nul, le risque de défaut des banques et de rupture dans le système de paiement sont éloignés parce que leurs capacités d'endettement s'élèvent sensiblement, mais pas indéfiniment, puisque se pose toujours le problème du caractère conditionnel de l'accès à la liquidité centrale, qui définit la frontière entre le PDR et la règle de paiement. Point essentiel, retenons que cette demande exceptionnelle de liquidité vient de ce que, dans un cadre prudentiel qui protège les créanciers et actionnaires mais qui est incapable de prévenir le défaut parce qu'il refuse la faillite, le risque de système s'élève structurellement et impose une lourde charge au PDR. **La crise de solvabilité prend donc d'abord la forme d'une crise de liquidité**, parce que la garantie publique n'empêche pas une rupture éventuelle dans les échanges interbancaires. La première motivation de la politique quantitative est donc de réduire le risque de crise de liquidité en assurant son abondance. Le premier mouvement, du 29 février 2003, consiste simplement à déclarer que la Banque du Japon achètera chaque mois *au moins* 400 milliards de yens de titres publics non-monétaires. Il répond donc à un premier besoin des banques. L'objectif de la politique quantitative évoluera ensuite vers le soutien à l'activité de crédit et aux prix des biens finaux.

- On concentre notre attention sur cette dernière période, parce que la manière dont la Banque du Japon réagit dans une crise conjoncturelle extrême ne peut que révéler comment elle se perçoit elle-même. Il s'agit en la matière de dénoncer la déviance monétariste de la Banque du Japon, mais également de la plupart des banques centrales indépendantes depuis peu et qui, pour renforcer leur crédibilité, se sont crispées sur cette notion, parce que cette anomalie a un coût macroéconomique, et parce que le Japon l'a payé au prix fort et risque de continuer de le payer.

4.2.2. La politique monétaire quantitative depuis mars 2001

- L'encadré ci-dessus montre dans quel désordre monétaire la politique quantitative est instaurée. Fin février 2000, quand la Banque du Japon s'engage pour la première fois sur une quantité mensuelle d'achats de JGB, sans abandonner sa cible de taux, il s'agit de juguler les fortes tensions sur la liquidité –reflets de la crise de solvabilité bancaire– apparues à la suite de l'erreur monétaire d'août 2000. Quand la politique monétaire quantitative est officiellement instaurée, trois semaines plus tard, en mars 2003, l'objectif officiel devient la sortie de la déflation. Une présentation technique de cette extension au cadre traditionnel des interventions monétaires va à présent nous permettre de comprendre les enjeux théoriques qui se cachent derrière (a). On montre ensuite pourquoi cette politique quantitative est un échec (b).

a / Présentation technique

- Le 19 mars 2001, la Banque du Japon annonce :

- (1) qu'elle passe d'une politique de ciblage du taux d'intérêt au jour le jour des prêts en blanc – son objectif traditionnel – à un objectif de maintien d'un niveau préalablement fixé de l'encours nominal des comptes de monnaie centrale que les banques membres du système de paiement détiennent chez elle. On passe donc d'un ciblage du prix d'accès à la liquidité à un ciblage de la quantité de monnaie centrale détenue en permanence par les banques.
- (2) qu'elle ne reviendra pas à un ciblage classique du taux d'intérêt monétaire tant que l'inflation sous-jacente de l'IPC ne sera pas repassé durablement au-dessus de zéro¹⁸⁶.
- (3) que pour y parvenir, elle se réserve la possibilité d'intensifier ses achats secs de titres longs de la dette publique, engagés deux semaines plus tôt pour parer à la crise en urgence.

¹⁸⁶ "With the aim of laying the foundation for sustainable growth of Japan's economy, the Bank is currently committed to maintaining the quantitative easing policy until the core consumer price index registers stably a zero percent or an increase year on year. Such commitment is underpinned by the following two conditions. First, it requires not only that the most recently published core CPI should register a zero percent or above, but also that such tendency should be confirmed over a few months. Second, the Bank needs to be convinced that the prospective core CPI will not be expected to register below a zero percent. This point will be described in such materials as the analysis and the forecasts of Policy Board members in the Outlook Report. To be more specific, many Policy Board members need to make the forecasts that the core CPI will register above a zero percent during the forecasting period. The above conditions are the necessary condition. There may be cases, however, that the Bank will judge it appropriate to continue with quantitative easing even if these two conditions are fulfilled." (Source : Bank of Japan, Policy Minutes, 19 mars 2001)

Tableau 3 – Japon : La politique monétaire depuis le début de la *politique de taux zéro* en février 1999

	Taux d'escompte	Réserves bancaires	Achat de JGB mensuel	Autres mesures associées
12/02/1999	0,50%			Ciblage du TMM ⁽¹⁾ sous 0,15%, « aussi bas que possible »
11/08/2000	↓			Arrêt de la politique de taux zéro : ciblage du TMM à 0,25%
09/02/2001	0,35%			Introduction des facilités Lombard
28/02/2001	0,25%		400 Mds	Ciblage du TMM à 0,15%
19/03/2001	↓	5 Tr	> 400 Mds	Retour à la politique de taux zéro
				Conditions de fin de la politique monétaire quantitative : « the core CPI records a year on year increase of zero percent or more on a stable basis. »
05→07/2001	↓	↓	↓	Élargissement du nombre de contreparties admiss. dans les opérations d'achat sec de 30 à 40
				Baisse des montants min. de transaction et passage du point de base de négociation de 0,01 à 0,001%
15/06/2001	↓	↓	↓	Extension des achats secs de JGB à toute la gamme de 2 à 20 ans, non les compartiments 5-10 ans seuls
14/08/2001	↓	6 Tr	600 Mds	-
18/09/2001	0,10%	↓	↓	Allongement des facilités Lombard
19/12/2001	↓	10-15 Tr	800 Mds	Intensifications d'achat sec sur effets monétaires privés (CP et ABS) et extension des collatéraux éligibles.
28/02/2002	↓	↓	1 Tr	Extension des facilités Lombard + élargissement de la liste des collatéraux éligibles aux crédits hypothécaires titrisés et aux flux d'intérêt sur placements immobiliers
30/10/2002	↓	20 Tr	1,2 Tr	Extension du champ des opérations d'achat sec sur le marché monétaire aux maturités entre 6 mois et un an.
17/12/2002	↓	↓	↓	Relâchement des conditions d'éligibilités des effets privés (ABS et CP nantis) au titre de collatéraux.
25/03/2003	↓	17-22 Tr	↓	-
30/04/2003	↓	22-27 Tr	↓	-
20 mai 2003	↓	27-32 Tr	↓	-
11/06/2003	↓	↓	↓	Éligibilité des ABS et CP nantis des emprunteurs classés <i>normal</i> aux opérations d'achat repo (plafond d'achat 1 Tr).
10/10/2003	↓	↓	↓	Extension du champ des facilités Repo sur titres publics aux maturités entre 6 mois et un an.
				Détail des conditions de fin de la politique monétaire quantitative
12/11/2003	↓	↓	↓	Prêts nantis syndiqués admis au titre des collatéraux éligibles
20/01/2004	↓	30-35 Tr	↓	Relâchement des critères d'éligibilité des ABS et CP nantis à toutes les notations d'emprunteurs.
09/04/2004	↓	↓	↓	Introduction d'une fenêtre de prise en pension des titres publics en cas de crise de liquidité (JGS) ⁽²⁾
				JGB indexés à l'inflation admis au titre des collatéraux éligibles
20/05/2005	↓	↓	↓	En cas de difficulté de placement des liquidités par la BoJ, celle-ci considère que la cible quantitative peut être ne pas être respectée

⁽¹⁾TMM : Taux d'intérêt des prêts en blanc à 24 heures sur le marché interbancaire. ⁽²⁾La Banque du Japon précise que cette fenêtre Repo est potentiellement étendue à toute la gamme des titres de la dette du Gouvernement central. Source : Banque du Japon, Minutes du Conseil de Politique Monétaire, divers numéro.

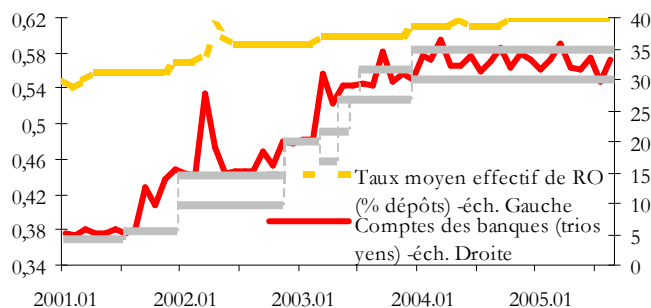
La première cible qu'elle se fixe est de 5 trillions de yens, soit un niveau légèrement supérieur aux 4 trillions détenus alors par les banques, principalement sous formes de réserves obligatoires. Ce chiffre est relevé à 10-15 trillions au terme de la même année, soit deux à trois fois au-dessus des besoins de liquidité des banques (cf. Tableau 3 ci-dessus). Il est relevé une fois en 2002 pour atteindre 20 trillions puis ne bouge pas jusqu'au changement de Gouverneur en mars 2003. La nomination de M. Toshihiko Fukui à la tête de la Banque répond aux critiques à l'égard de son prédécesseur, M. Masaru Hayami, qui était jugé trop conservateur tant par les marchés que par Gouvernement, crispé sur l'indépendance de la Banque et qui avait perdu beaucoup de sa crédibilité à la suite de l'erreur du resserrement d'août 2000. Cette nomination d'un homme beaucoup plus jeune (...68 ans... contre 78 ans pour le sortant !) déclenche une série d'initiatives de politiques monétaire, dont le relèvement de la cible des réserves bancaires de 20 à 27-32 trillions de yens en l'espace de trois mois. Cet élargissement est aussi motivé officiellement par le durcissement de la politique prudentielle en FY2003, que la Banque interprète comme un gage de détermination du Gouvernement à en finir avec la crise bancaire, comme si, jusqu'alors, elle avait voulu restreindre l'expansion monétaire pour sanctionner la mauvaise politique bancaire du gouvernement. Cette cible est encore relevée de 30 à 35 trillions en janvier 2004. Depuis, la Banque du Japon n'a pas pris de nouvelle initiative significative en matière de politique monétaire, sinon, depuis le 9 mars 2006, son souhait de sortir progressivement de la politique quantitative.

Le gonflement de la cible pose un problème à la banque centrale : au lieu des 6 trillions de yens dont les banques auraient besoin pour satisfaire leurs contraintes légales, comment parvenir à ce qu'elles accumulent cinq à six fois plus de réserves non-rémunérées et porteuses d'un coût d'opportunité (cf. Graphique 37) ? Comment faire absorber par le marché 25 trillions de yens de liquidités, soit l'équivalent de 5% du PIB ?

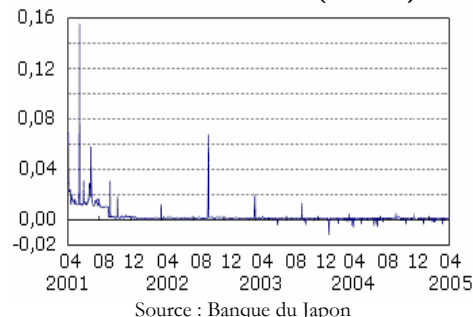
- *De facto*, dès que la cible a dépassé les 6 trillions de yen, le taux d'intérêt des prêts en blanc à 24 heures est tombé à 0% (cf. Graphique 38) et depuis 2003, il entre même sporadiquement dans la zone négative (cf. Encadré 14). Les taux des titres publics à trois mois (*Financing bills* – FB) et de six mois à un an (*Treasury bills* - TB) sont également tombés à un niveau proche de zéro (cf. Graphique 46). Les taux sur les effets bancaires privés traités sur le marché monétaires (certificats de dépôts et billets de financement) sont eux aussi tombés à un niveau quasiment nul, y compris pour des maturités supérieures à six mois. ***On retrouve ici techniquement le fondement de la théorie keynésienne de la liquidité.*** La politique quantitative fait plus que répondre aux tensions sur la liquidité, car les primes de risque sur ces supports tombent à un niveau inférieur à ceux observés entre février 1999 et août 2000, lors de la première phase de taux zéro, quand la pression prudentielle se durcit et la menace de faillite bancaire se rapproche. La disparition de la prime de risque de crédit ne tient pas à des anticipations de taux zéro à moyen terme. Celles-ci

peuvent avoir existé mais avant cela, pour mener sa politique quantitative, la Banque du Japon a dû étendre son champ d'intervention et diversifier considérablement ses opérations.

Graphique 37 – Japon : Réserves obligatoires et excédentaires des banques (2001-05)



Graphique 38 – Japon : Taux d'intérêt cible du marché monétaire (2001-05)



• Ces grandes quantités de monnaie centrale sont obtenues par les banques en contrepartie d'autres actifs cédés à la Banque du Japon par des opérations repo, de vente ferme ou en nantissement, de sorte que même si le taux monétaire est nul, ***il existe un coût d'opportunité qui empêche les banques de céder ces actifs***, tant que la banque centrale n'est pas prête à accepter d'en payer le prix. C'est pour cette raison qu'en élevant sa cible d'encours de liquidités centrales, la Banque du Japon doit aussi intervenir directement sur les marchés des actifs exigibles. Pour mener à bien la politique quantitative, son *Operation Desk* distingue deux types d'opérations :

(op.1) Celles dites ***permanentes***, et qui consistent en des achats fermes de titres de la dette publique longue en *open-market*. Leur objectif est de permettre d'atteindre les alentours de la cible quantitative souhaitée. Elles ont été développées parce que tous les taux monétaires butaient déjà sur la borne nulle et que les apports incessants de liquidité par la banque centrale ont conduit à une division par cinq de l'encours de la dette privée sur le marché monétaire interbancaire.

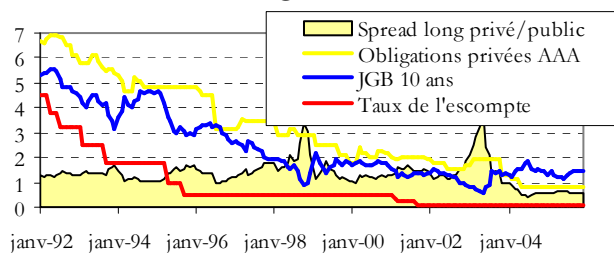
(op. 2) Celles dites ***temporaires***, à court terme, s'orientent sur les actifs du marché monétaire, y compris sur les effets privés, dans le but de respecter la cible quantitative malgré les fluctuations des facteurs autonomes de variations de la liquidité centrale. Au Japon, ces fluctuations sont structurellement très amples, en raison des opérations fiscales du Trésor, qui passent totalement par son compte à la banque centrale. Leur gestion ne pose pas de problème dans une politique monétaire classique guidée par les taux, mais dans le cadre de la politique quantitative, elle conduit la banque centrale à intervenir très fréquemment sur les marchés pour ajuster la liquidité centrale à la cible officielle. La haute fréquence et l'ampleur de ces

interventions¹⁸⁷ l'a conduite à élargir son champ opérationnel, d'une part, en développant le système des pools de collatéraux (cf. Encadré 13) dans ses opérations de repo et de nantissement d'emprunts¹⁸⁸, et d'autre part, en intensifiant ses achats en repo de papiers commerciaux, pour lesquels les contraintes de notation ont été relâchées. Relevons que dans le cadre de la politique quantitative, cette gestion modernisée et plus nerveuse de la liquidité centrale n'est pas seulement un problème technique de lissage de la liquidité mais, si l'on croit à son efficacité, un gage indispensable de crédibilité de cette stratégie.

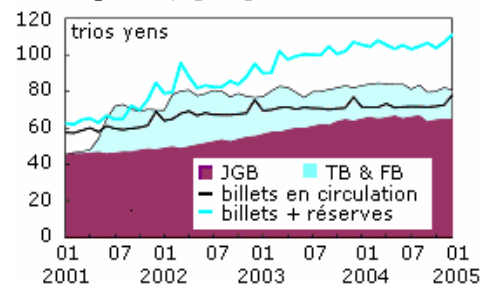
- La Banque du Japon a ainsi progressivement allongé l'échéance maximale sur ses interventions secs, de 3 mois à 6 mois en mai 2001, au moment de la mise en place de la politique quantitative, puis à un an en octobre 2002¹⁸⁹. Ces changements ont permis de passer sur ce laps de temps d'une échéance moyenne des opérations monétaires secs de deux à six mois mi-2005 (cf. Graphique 41). Elle a parallèlement intensifié ses opérations d'achat sec de JGB, surtout sur le segment le plus liquide des 6-10 ans (cf. Graphique 40 et Graphique 42). **Ces encours dépassent ceux des titres du marché monétaire et le tout représente 20% de la dette publique** en 2005 ! Enfin, le Tableau 3 fournit dans la colonne de droite les principaux aménagements du cadre des interventions de la banque provoqués par la politique quantitative.

On constate une extension du champ des opérations d'achat sec et des collatéraux éligibles à la fois en maturité, bien plus loin que ne l'acceptent les banques centrales ordinairement, et en risque, puisque les contraintes de notation des émetteurs de papiers commerciaux et de dette nantie ont été parfois nettement relâchées, parfois supprimées, le nantissement devant suffire. On relève sur ce point que la Banque du Japon a systématiquement cherché à valoriser les titres liés à l'immobilier, par exemple en acceptant comme collatéral les flux d'intérêt sur ces actifs.

Graphique 39 – Japon : taux d'intérêt nominaux à court et long termes



Graphique 40 – Titres publics détenus par la Banque du Japon par maturité restante

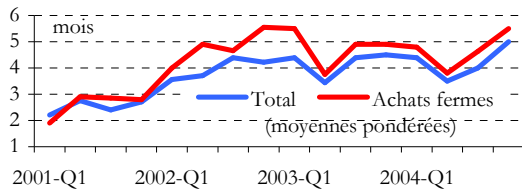


¹⁸⁷ Le nombre de ces opérations fluctue entre 400 et 500 par an sur 2003 et 2004 (Source : Statistiques monétaires de la Banque du Japon).

¹⁸⁸ Elle a ainsi élargie à plusieurs reprises la liste des effets exigibles, jusqu'à lever la contrainte de classement 'normal' des crédits bancaires privés courts pour la constitution de ces collatéraux, comme dans les contraintes d'exigibilité des ABS sur crédit PME que la banque centrale s'est autorisée à acquérir.

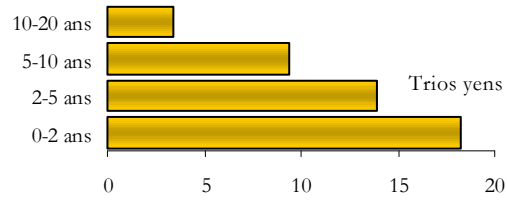
¹⁸⁹ De six mois à un an pour les opérations repo.

Graphique 41 – Japon : Maturité des opérations de la BoJ sur le marché monétaire



Source : Banque du Japon

Graphique 42 – Japon : Maturité moyenne des titres publics acquis par la BoJ fin FY2004



• **Les difficultés d'absorption de l'offre de liquidité doivent être mesurées à l'aune de la demande de monnaie centrale.** Or celle-ci répond à un motif de liquidité (points d1 et d2) et à un motif de rendement, lié à des possibilités d'arbitrage éventuelles (point d3) :

(d1) La demande de liquidités croît d'abord avec **la fragilité du système financier**, pour deux motifs : le risque de défaut et de rupture dans les règlements –on a vu que c'est ce qui au départ a motivé l'introduction de la politique quantitative– et la pression sur les dépôts par le grand public. Ce dernier facteur est assez faible au Japon, compte tenu de la garantie totale sur tous les passifs bancaires explicite avant 2003, implicite depuis (cf. Chap. IV-2.5. et annexe n°16) Il a tout de même conduit à un replis sensible de la part des dépôts à terme, à l'accroissement très net des dépôts à vue et surtout, des comptes de règlement, le tout produisant une hausse du taux moyen de réserves obligatoires. Les banques locales sous pressions du public ont aussi dû faire face à une augmentation des fuites à la création monétaire. D'une manière générale, la volatilité des dépôts s'est accrue¹⁹⁰. Cet argument explique un accroissement de la quantité des réserves obligatoires (de 4 à 6 trillions entre le milieu et la fin des années quatre-vingt-dix) malgré une quantité de monnaie stable, et une demande de réserves excédentaires, difficile à évaluer, mais qui devrait attendre 2 trillions¹⁹¹. Toutefois, cette demande de liquidité disparaît avec les progrès de la stabilisation bancaire dans la période postérieure à FY2004.

(d2) La demande de liquidités croît aussi avec **les difficultés de fonctionnement du marché monétaire**. La poursuite de la politique quantitative fait apparaître des difficultés nouvelles de fonctionnement de ce marché, qui génèrent une demande de liquidité de précaution par les banques. Les interventions de la banque centrale ont fait chuter de plus de 80% le nombre des échanges, affaiblissant les fonctions d'intermédiation du marché monétaire. Le coût des transactions s'accroît en général et de manière inégale selon les segments, créant des poches

¹⁹⁰ On rappelle dans le chapitre suivant qu'au cours de la crise japonaise, il y a eu plusieurs épisodes de ruées aux guichets, en 1995-96, avec la faillite des *jusens* et de plusieurs institutions mutualistes, lors de la faillite de la grande banque Hokkaido Takushoku, dans l'île d'Hokkaido, ainsi que de l'assureur-vie Nissan Life lors de la crise bancaire générale de 1998, et plus récemment lors des faillites de banques régionales, la dernière en date étant Ashikaga Bank.

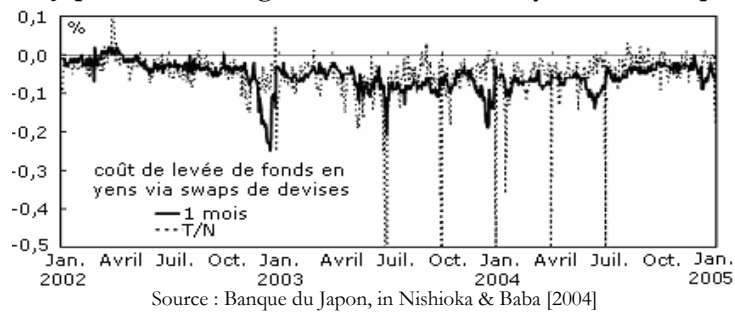
¹⁹¹ Bank of Japan [2005] & [2004b]

d'illiquidité. L'impact de la proximité des taux zéro accentue ce problème en valorisant fortement les différences structurelles entre les segments : les taux quasi-nuls accroissent considérablement le poids des coûts de transaction dans le coût de l'accès à la liquidité supporté par l'emprunteur, de sorte que certains segments peuvent devenir *techniquement illiquides*, tout simplement non compétitifs par rapport à l'offre de liquidité de la banque centrale. On arrive au résultat étonnant qu'en accroissant démesurément la liquidité, la banque centrale finit par détruire les fonctions du marché monétaire et à s'y substituer, nourrissant encore la demande de liquidités. Mais cette demande, la Banque du Japon ne pourra y répondre de manière satisfaisante, qu'en développant une palette d'interventions temporaires aussi large que le marché monétaire.

(d3) Enfin, la demande de liquidités centrale peut être motivée par le besoin de s'assurer un profit ou de couvrir des pertes éventuelles sur des risques de taux. C'est **le canal dit du portefeuille**. Typiquement, les *dealers* sur le marché des papiers commerciaux, qui souhaitent se prémunir contre le risque de taux, voient les achats repo de la Banque du Japon comme un moyen de lever des fonds pour financer leurs opérations en fixant leurs marges d'intermédiation. Quand ils interviennent sur les marchés de maturités plus longues, comme le JGB, ces intermédiaires font un profit en plaçant les financements obtenus par ces ventes à terme sur des produits de maturité équivalente mais rapportant davantage. Ils peuvent aussi utiliser les opérations repo de la banque centrale sur ces titres pour se couvrir contre le risque de taux et accroître beaucoup leurs marges nettes. Comme ce marché de l'intermédiation est concurrentiel, les surprofits disparaissent en donnant lieu à une réallocation des portefeuilles des investisseurs privés. Goodfriend [2000] relève ainsi que *ce canal du portefeuille consiste en une réallocation des portefeuilles provoquée par une fenêtre d'opportunité d'arbitrage, apparue avec un changement d'attitude de la Banque centrale*. Il exprime alors un transfert de richesse et correspond à la définition de l'enjeu de la détention de liquidités en terme de coût d'opportunité. Pour que la politique monétaire ait un effet, il faut que le coût d'opportunité à la détention de réserves de liquidité centrales baisse et pour y parvenir, il faut que les opérations d'achat de la banque centrale créent des opportunités de profit sur les placements alternatifs, de sorte que les investissements induits, en accroissant la taille des bilans, vont générer une demande de liquidité.

- Les deux premiers motifs de demande de liquidité ne doivent pas être minimisés. Ils expliquent qu'au début de la politique quantitative, après l'éclatement de la bulle Internet, les encours de réserves ont sensiblement dépassé les cibles de la Banque du Japon (cf. Graphique 37). Mais par la suite, ils ne permettent pas d'absorber toute l'offre de la Banque du Japon. C'est donc le troisième motif qui doit intervenir. Et c'est là que la Banque du Japon a échoué.

Graphique 43 – Japon : Le coût négatif du financement en yen sur les *swaps* de devises¹⁹³



La politique monétaire quantitative a fait apparaître un coût négatif de financement en yen des banques étrangères sur le marché des *swaps*. Celui-ci résulte de la disparition de la prime de risque sur les banques japonaises, malgré le différentiel de notation entre elles et les grandes banques étrangères : l'apport considérable de liquidités à zéro pourcent aux banques japonaises dans leurs financements monétaires en yens leur permet d'obtenir des financements en dollar totalement collatéralisés par des dépôts en yens qui ne coûtent rien aux banques japonaises. Reste que la liquidité des banques japonaises en dollar n'est pas assurée. La différence de notation entre elles et les banques étrangères implique que celles-ci font payer aux premières un risque net de contrepartie sur une devise dont les taux sont supérieurs, puisque les banques étrangères bénéficient de meilleures conditions relatives de levée de fonds en yens. Tandis que ce coût négatif est exactement corrélé à l'apparition et à l'extension de la politique quantitative, il s'est réduit récemment sous l'effet du redressement de la notation des rares grandes banques présentes sur le marché (cf. Graphique 43). La conséquence de ce coût négatif de levée de fonds dans la devise nippone pour les banques étrangères est qu'elles se sont mises à accumuler des réserves en yens, qui sont passées de quelques centaines de milliards à une moyenne de 5-6 trillions de yens sur 2003 et 2004 soit de 3/4% à presque 14% du total des liquidités centrales ! Un phénomène auquel on ne s'attendait pas s'est produit : la surliquidité des banques japonaises a créé des disponibilités de financement pour les banques étrangères, de sorte que celles-ci ont constitué un canal de diffusion de la politique monétaire. Ce canal est toutefois plus potentiel qu'effectif compte tenu de la taille de ces institutions au Japon, du caractère temporaire de cette situation monétaire et en face, de la difficulté d'étendre à cette vitesse les possibilités d'investissement. Pour cela, les banques étrangères réinvestissent une partie de ces fonds levés à coût négatif sous forme de prêts monétaires à d'autres institutions financières, contre un taux d'intérêt négatif.

b / L'échec de la politique quantitative

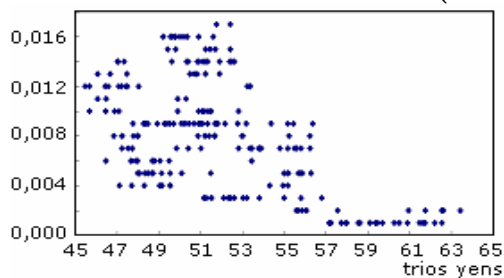
- Le transfert de richesse auquel correspond le canal du portefeuille peut être un effet direct de la politique monétaire, ou un effet indirect de cette politique. Le canal direct du portefeuille suppose que la Banque du Japon crée elle-même une fenêtre d'arbitrage sur les marchés de taux. Ceci revient à ce qu'elle effectue des achats en *open-market*, en dehors des prix du marché. Dans ce cas, la réallocation de portefeuille déclenchée est d'abord l'effet d'un transfert de richesse non pas entre acteurs privés, mais de l'acteur public qu'est la banque centrale au bénéfice des investisseurs, qui ont l'opportunité de lui céder des titres à un prix plus intéressant que ceux reflétant les anticipations du marché. Ce n'est pas l'option choisie par la Banque du Japon, qui a décidé de n'intervenir qu'au prix du marché. Le canal indirect du portefeuille –ou des anticipations– est activé quand la politique monétaire engagée choque les anticipations, donc le niveau des taux longs. La question est alors : qu'est-ce qui peut nourrir ce mouvement d'anticipations ?

¹⁹² Pour plus de détail, voir Nishioka & Baba [2004]

¹⁹³ Calculé à partir du coût de financement en dollar et du *spread* entre le taux de change yen/dollar courant et à terme.

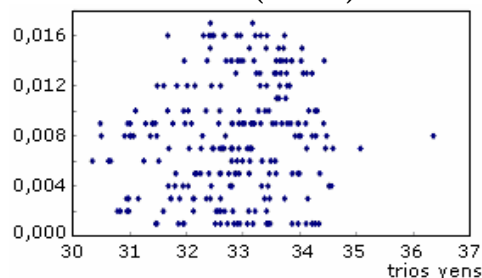
• La Banque du Japon a fait le pari que la seule surabondance de liquidité centrale suffirait. ***L'efficacité de sa politique quantitative repose ainsi sur un effet de liquidité pur***, lequel libérerait du pouvoir d'achat déclenchant en second lieu des mouvements de portefeuille. Cette supposition s'est avérée infondée. Le Graphique 46 montre que la chute des taux longs date d'avant la politique quantitative et que leur niveau extrêmement bas résulte de la rapide détérioration de l'activité économique et des bilans bancaires suite à l'éclatement de la bulle des NTIC. Même constat pour les échéances inférieures à deux ans sur lesquelles la Banque intervient le plus et qu'elle a le plus de chances d'influencer. Ce krach se poursuit de manière larvée jusque l'été 2003. Le redressement des taux ultérieurs résulte de la forte reprise et des effets de la stabilisation bancaire après le renflouement ordonné du groupe *Resona*, et si les taux ne retrouvent pas les niveaux de 2000, cela tient à ce qu'il y avait alors une euphorie spéculative qui avait un instant fait croire à la fin de la crise. A l'aide d'un modèle Var de structure par terme des taux d'intérêt jusqu'aux JGB 10 ans, Bernanke & alii [2004] estiment les arbitrages déclenchés par les décisions d'engagement et d'élargissement de la politique monétaire quantitative. Ils ne détectent aucun impact au moment des annonces et dans l'année qui les suit, de sorte que la baisse des taux longs ne s'explique pas par le canal du portefeuille de la politique quantitative, qui semble être nul. Eggertson & Ostry [2005] aboutissent à la même conclusion, en relevant l'absence totale de corrélation entre le niveau des taux sur les titres publics inférieurs à deux ans (*Treasury bills* - TB) et l'encours des opérations à court terme de la Banque du Japon d'une part (cf. Graphique 44), le niveau des réserves bancaires d'autre part (cf. Graphique 45). La baisse des taux sur les effets échangés sur le marché monétaire résulte de l'extension du champs des opérations de la Banque du Japon, c'est-à-dire d'un transfert de risque vers elle et absolument pas de leur impact sur les anticipations, sauf peut être pour les titres privés à très court terme comme les CD à trois mois. Dans ce cas, la politique quantitative n'a fait que conjurer le risque de défaut dans les règlements sur des passifs bancaires protégés, par la permanence de la surliquidité (motif d1). L'échec de la politique quantitative est résumé dans le Graphique 47 : l'incapacité croissante de la Banque du Japon à placer ses liquidités au prix du marché dans les opérations sur JGB. Elle montre que la politique quantitative apporte plus de liquidités que celles réclamées pour les motifs d1 et d2, tandis que le canal du portefeuille ne génère aucune demande. La banque centrale a officiellement déclaré, dans ses minutes du 20 mai 2005, que dans de telles circonstances, ***la cible quantitative pouvait être temporairement relâchée*** et donc, les réserves tomber en dessous les planchers recherchés. Ce recul est ni plus ni moins son aveu d'échec, puisqu'en relâchant cette cible, la banque centrale reconnaît qu'elle ne sert à rien.

Graphique 44 – Japon : prix des interventions *open-market* sur les titres publics à 6 mois et encours des opérations de financement à court terme (FY2004)

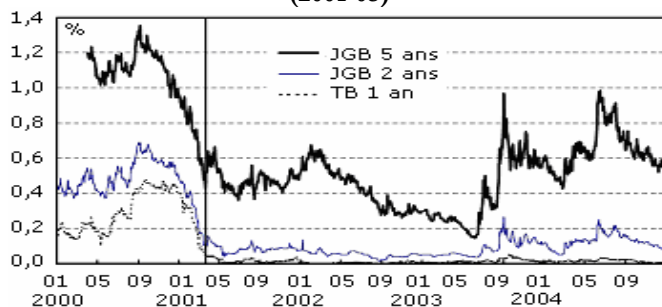


Source : Japan Bond Trading Co. Ltd, in Maeda & alii [2005]

Graphique 45 – Japon : prix d'interventions en *open-market* sur les titres publics à 6 mois et réserves bancaires (FY2004)

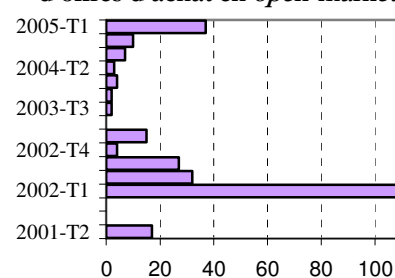


Graphique 46 – Japon : taux d'intérêt sur les titres publics (2001-05)



Source : Japan Bond Trading Co. Ltd

Graphique 47 – Japon : nombre d'échecs d'offres d'achat en *open-market*



Source : Bank of Japan [2005]

• Ce *raisonnement typiquement monétariste* supposait qu'il existe et que l'on croît à l'existence d'un lien systématique entre la base monétaire et la quantité de pouvoir d'achat effectivement distribué sous forme de crédit, donc entre la base monétaire, l'activité et les prix. On sait que, depuis la libéralisation financière, ce lien direct est perdu. Il n'est plus encadré par une réglementation sur les taux pratiqués par des systèmes bancaires protégés de la concurrence, mais résulte des PPL des banques et des acteurs réels, et de leur confrontation. Des économistes d'inspiration monétariste (Meltzer [1999a]; McCallum [2000], Coenen & Wieland [2003]) expliquent cet échec en disant que cette politique quantitative n'a pas agi sur les anticipations parce que la Banque du Japon n'a pas garanti cette liquidité abondante sur un horizon éloigné, dit autrement, que l'effet de liquidité pur conduit à un effet de portefeuille s'il est maintenu dans le temps. En réalité, la Banque du Japon a bien défini ses conditions d'arrêt de la politique quantitative. Et cette définition est conforme à une approche monétariste. Le problème n'est pas là. *Structurellement, une garantie de liquidité abondante n'a pas lieu de modifier les anticipations* puisque depuis la libéralisation financière, la politique monétaire est conduite par les taux et non par la base monétaire, précisément parce que la demande de liquidité est instable. Eggertsson & Woodford (2003) montrent, à l'aide d'un modèle d'équilibre général, que les achats de JGB n'ont aucun impact sur les taux longs si les anticipations sur les taux courts futurs demeurent constantes, précisément parce que ces derniers et la prime de risque, qui forment les taux longs, ne dépendent nullement de la quantité de JGB, ni de la taille de la base monétaire

quand le taux monétaire est nul. Sans indications sur la durée de poursuite de la politique monétaire quantitative, ou sans prix officiel fixé à ces achats, ceux-ci sont sans effet et les liquidités accumulées inutilisées, donc rejetées. Ces deux conditions peuvent être résumées à ceci

Ce qui importe, c'est le rythme de relèvement des taux courts, parce que dans le fond, le rapport de l'économie à la liquidité se pose non en terme de quantité de moyens de paiement mais en terme de coût d'opportunité de détention de la liquidité relativement aux taux réels anticipés.

- Pour que la Banque du Japon retrouve une influence sur l'économie, il faut donc qu'elle intervienne sur les taux réels anticipés, pour les faire baisser. Elle peut y parvenir de deux manières : en garantissant soit de l'inflation à moyen terme, soit le coût d'accès à la liquidité sur le moyen terme. On retrouve les deux modes d'activation du canal du portefeuille énoncés plus haut : le canal indirect des anticipations –ici les anticipations d'inflation– et le canal direct sur les prix d'actifs, par la fixation d'une cible de taux long. Le premier implique que la Banque du Japon accepte de changer de régime d'inflation et le second, qu'elle accepte l'idée qu'elle a une capacité de prise de risque illimitée et un rapport particulier avec le budget public. Le discours tenu par la banque centrale japonaise s'est toujours refusé à l'une et l'autre option.

4.2.3. Ce que la Banque du Japon a refusé de faire

a / Activer le canal des anticipations à travers un engagement inflationniste

- La première manière d'activer le canal du portefeuille, est donc de faire en sorte que la politique monétaire provoque une anticipation de baisse durable des taux courts, créant des possibilités d'arbitrage sur les taux longs. C'est la stratégie dite l'*engagement inflationniste*. Krugman [1998] est le premier à avancer cette proposition¹⁹⁴. Il s'appuie sur le raisonnement simplifié de la trappe à liquidité dans IS-LM. Selon lui, parce qu'au Japon, les perspectives de croissance à moyen terme du Japon sont faibles, ce pays doit faire apparaître des taux d'intérêt réels négatifs pour rééquilibrer l'investissement et l'épargne. Or, dès lors que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent devenir négatifs, l'équilibre ne peut se réaliser, et la demande reste insuffisante. Seule une accélération de l'inflation anticipée ferait baisser les taux réels. Dans cette analyse la politique monétaire est l'instrument le plus efficace, mais la crédibilité de la Banque du Japon l'empêche de jouer ce rôle. Comme les agents anticipent que les expansions monétaires sont transitoires et que la banque centrale a pour but ultime la stabilisation du niveau des prix à long terme, toute injection de monnaie, quelle que soit son importance, est inefficace. Cette présentation s'appuie

¹⁹⁴ Voir aussi Buiter & Panigirtzoglou (2000), Svensson (1999) et McKinnon & Ohno (1999). Leurs diagnostics diffèrent d'avec Krugman, mais tous partagent ce point de vue : les anticipations de déflation et d'appréciation du yen sont à l'origine de la trappe à liquidité et de l'inefficacité de la politique monétaire. Aussi, les recommandations monétaristes ne seront-elles efficaces que si elles permettent de renverser durablement ces anticipations.

en définitif sur la définition de la trappe à liquidité par Keynes, où le blocage vient du risque de taux asymétrique quand on s'approche du plancher de zéro pourcent¹⁹⁵. Comme ce risque asymétrique prend sa source dans les anticipations de déflation, il peut être neutralisé si la banque centrale s'engage à maintenir pendant une certaine période une inflation moyenne plus haute qu'ordinairement souhaitée. On remarque que cette manière de concevoir la trappe à liquidité n'a évidemment plus rien à voir avec le rythme de croissance des réserves bancaires, approche fondamentalement monétariste. La problématique est ici posée en terme de risque et la solution de sortie de la trappe tient dans le rythme de remontée des taux courts.

Le premier problème de cette approche est **la crédibilité de l'engagement** : le niveau de la cible d'inflation et la durée de l'engagement inflationniste. La diversité des propositions montre l'arbitraire de l'exercice. Krugman [1998] est celui qui va le plus loin. Il propose une cible de 4% maintenue sur 10-15 ans. Mais l'engagement perd en crédibilité avec l'éloignement de la cible d'inflation de la fourchette de référence habituelle et avec l'allongement de la période de transition. Posen [1998] propose une cible de 3% réduite à 2% après quelques années. Bernanke [2000] propose de viser le plafond de la fourchette d'inflation ciblée, pendant une période donnée assez courte, ce qui a l'avantage de la crédibilité de l'engagement inflationniste sans détruire la réputation de la banque centrale. Le problème alternatif est alors qu'une déviance si modeste à la règle de politique monétaire peut ne pas avoir d'effets suffisants sur les taux longs. Pour en améliorer les effets, la durée prédite au départ, qui peut être relativement courte, peut s'accompagner de conditions *sine-qua-non* à respecter avant tout durcissement, comme une dynamique d'endettement privée solide et une inflation positive observée sur une durée assez longue. *L'irresponsabilité crédible* formulée par Krugman achoppe sur la relation négative entre la crédibilité de la cible d'inflation temporaire et la durée de l'engagement inflationniste, qui limite l'ampleur du choc monétaire possible et donc l'intérêt de cette stratégie monétaire.

La banque centrale peut néanmoins sortir de cette impasse en ciblant **non pas un taux d'inflation mais un niveau de prix** à atteindre, au-delà duquel la politique monétaire se normalisera. Le niveau ciblé correspondrait ainsi au niveau des prix observé avant la déflation, voire avant l'accélération de l'inflation de la fin de la période d'euphorie, auquel il faudrait ajouter 1% de croissance des prix par année de crise, pour prendre en compte le biais déflationniste contenu dans l'indice des prix au regard des progrès technologiques. Il s'agit donc d'une cible mouvante, puisque l'écart à la cible s'accroît après l'engagement de cette politique tant que

¹⁹⁵ On ne peut plus anticiper qu'une hausse des taux et donc des pertes en capital, de sorte qu'une reprise économique impliquera peut être une réduction du risque économique, mais l'effet de cette embellie sur la valorisation de l'actif sera effacé par les pertes en capital produite par la remontée des taux

l'inflation constatée est inférieure à 1%. Cette solution, proposée par Svensson [2001] et Bernanke [2003] résout le problème de la durée de l'engagement¹⁹⁶. Elle répond aussi à celui de l'assainissement quand après une période de déflation dans laquelle les charges réelles de la dette se sont accrues, l'effort d'assainissement repose tout entier sur la politique budgétaire, tandis que la banque centrale empêche la reflation. C'est en substance la raison pour laquelle au début des années trente, Fisher avait soutenu la décision de la Banque Royale de Suède d'adopter les recommandations de Wicksell (Berg & Jonung [1999]).

On a vu dans le premier chapitre qu'en régime de crédit pur, Wicksell recommandait l'adoption d'une cible de niveau de prix, seule manière d'ancrer le régime monétaire quand il n'est plus connecté à un étalon métallique. En même temps, reprenant l'approche autrichienne, il expliquait que les fluctuations de l'activité sont aussi des fluctuations des prix relatifs et par conséquent, du niveau des prix des biens finaux. Pour déclencher ce jeu des prix relatifs et permettre les transferts de facteurs sans créer de la déflation, le niveau de prix ciblé par la banque centrale ne doit donc pas être celui affiché au moment de sa mise en place, mais doit être déterminé en fonction des observations passées.

Dans la mesure où l'assainissement des structures financières peut s'analyser comme un problème d'allocation des facteurs, la proposition de Wicksell rejoint le souci de Fisher et la raison pour laquelle il soutenait l'initiative suédoise, à savoir qu'après de la déflation, il est parfaitement justifiable de résorber l'endettement réel qu'elle a produit par de la reflation. Au Japon, où l'indice des prix à la consommation a perdu plus de 8% au cours de la crise, ce qui est énorme¹⁹⁷, une telle mesure s'avère parfaitement justifiée et soulagerait fortement l'effort budgétaire. Cela reviendrait à rechercher une reflation de l'ordre de 12% avant d'envisager la remontée des taux courts¹⁹⁸.

- Le premier problème, celui de la crédibilité, peut donc être résolu. Le second problème de la stratégie de l'engagement inflationniste est que pour être efficace, ***la règle de paiement ne doit pas être relâchée***. Dans le cas contraire, les dysfonctionnements dans l'allocation des facteurs demeurent et bloquent la résorption de la crise, de sorte que l'engagement inflationniste de la banque centrale ne conduit pas à une révision des anticipations d'inflation. Au Japon, comme l'action de la politique monétaire passe encore principalement par le crédit bancaire (Bayoumi [1999] et Morsink & Bayoumi [1999]), l'engagement inflationniste ne peut fonctionner que si la stabilisation bancaire est fermement engagée, ce qui est le cas depuis 2003, et la capitalisation des banques correcte, ce qui l'est déjà moins. Le cas échéant, la baisse des taux anticipée peut servir à reconstituer le capital d'un système de crédit devenu efficace.

¹⁹⁶ Eggertsson & Woodford [2003] convergent sur cette solution en montrant dans leur modèle d'équilibre générale, que l'équilibre optimal en anticipations rationnelles, pour échapper à la trappe à liquidité, est mieux perçu quand il est défini comme un niveau de prix ciblé que comme une cible d'inflation.

¹⁹⁷ Pour mémoire, l'indice des prix à la consommation chute de 15% entre 1929 et 1933 aux Etats-Unis.

¹⁹⁸ Soit 8% de déflation, ajoutés à 1% d'inflation par année de déflation, pour huit années, moins l'inflation des deux dernières années d'expansion, de 4% cumulée, une fois déduit le biais déflationniste de l'indice, de 1% .

• **La position de la Banque du Japon est exactement contraire** à la stratégie d'engagement inflationniste. La condition fixée pour sortir de la politique monétaire quantitative est un taux d'inflation des prix à la consommation durablement nul ou positif. Non seulement cette cible est trop basse, même dans des circonstances normales¹⁹⁹, mais les conditions de normalisation sont imprécises à deux points de vue. D'une part elles ne différencient pas politique monétaire quantitative et politique de taux zéro, assimilant l'arrêt de la première à la hausse des taux courts²⁰⁰. D'autre part, elles n'expliquent pas ce qu'est une stabilité des prix durable. En particulier, elles n'évoquent à aucun moment la dynamique du crédit –précisément l'évolution du rapport crédit/PIB–, qui est pourtant l'indicateur le plus pertinent pour juger la solidité d'une reprise. Cette imprécision est d'autant plus regrettable que la Banque du Japon bénéficie déjà d'une très faible crédibilité et raison de son comportement en août 2000. En effet, au début de la politique de taux zéro, en février 1999, les marchés croient qu'elle ne va pas durer longtemps, de sorte que dès mars, le taux implicite à 24 heures recommence à monter sur les maturités supérieures à six mois ont. Pour clarifier la position de la Banque, le Gouverneur Masuro Hayami annonce le 13 avril 1999 que cette politique durera jusqu'à ce que « *les tensions déflationnistes disparaissent* »²⁰¹. Taylor [2000] montre que cette annonce a un impact positif sur les anticipations puisqu'elle conduit à une réduction des taux longs. Or en août 2000, la Banque du Japon revient sur la politique de taux zéro alors que la déflation n'a pas disparu, que le crédit se contracte toujours et que les prix de l'immobilier continuent de chuter. En 2005, les débats retranscrits dans les minutes du Comité de politique monétaire montrent que ses dirigeants n'ont pas changé d'attitude par rapport à 2000, puisqu'ils révèlent que la Banque souhaite normaliser sa politique monétaire « *le plus vite possible* ».

b / Activer le canal direct du portefeuille par une cible de taux long

• La seconde manière d'activer le canal du portefeuille est que la banque centrale intervienne directement sur les taux longs en ciblant un taux d'intérêt non monétaire, au lieu d'intervenir indirectement sur ces prix via les anticipations d'inflation. Dans le cas du Japon, elle a été suggérée par Clouse & alii [2003] et Lebow [2004]. C'est en fait la **seule manière de justifier une politique massive d'achats de titres**, puisqu'on a vu que la stratégie inflationniste n'avait plus rien à voir avec cette pratique. La Banque du Japon doit alors se déclarer prête à acquérir à

¹⁹⁹ Le seul biais déflationniste dans l'indice des prix à la consommation rend cette cible trop basse. Shiratsuka [1999] l'évalue autour de 0,9% et Ariga & Kenji [2003], même après les corrections dans les calculs effectuées au début du siècle, au minimum de 0,5%, dans l'hypothèse la plus conservatrice, et probablement autour de 0,8%.

²⁰⁰ En décembre 2005, un membre du Comité de Politique Monétaire a envisagé, pour la première fois, de dissocier l'arrêt de la politique quantitative de l'arrêt de la politique de taux zéro. Mais ce n'est pas encore une position officielle (source : NIKKEI-Net, 2 décembre 2005 : *BOJ conditions for inflation ending debated*):

²⁰¹ Les précisions apportées par les décisions du Comité de politique monétaire du 10 octobre 2003 ne changent rien.

un taux d'intervention officiel donné, potentiellement tout le contingent de titres publics de l'échéance cible. Bernanke [2002] relève qu'une telle stratégie fonctionnera efficacement si, au lieu de contrôler un taux long, laissant les agents arbitrer sur le risque de taux dans l'intervalle entre ce prix d'actif et le taux monétaires, la banque centrale annonce un plafond de taux de rendement de 0% pour les titres de la dette publique allant des titres monétaires à ceux d'une maturité donnée, s'engageant à acquérir potentiellement tous ces contingents pour faire respecter le prix fixé.

- Une telle stratégie garantit ainsi aux arbitragistes, à l'avance, des taux monétaires nuls pour un horizon donné. Cette solution a le mérite d'un engagement inflationniste explicite et concret, puisqu'il reviendrait à acquérir potentiellement une grande quantité de dette publique. Elle a aussi le mérite de résoudre le problème de l'accumulation de la dette publique et ce faisant, de trouver une solution pareto-supérieure de *policy-mix*, dans le cas du Japon. Le problème de cette approche, telle que présentée par Bernanke, est que pour que la baisse des taux ainsi produite ait un impact réel sensible sur la dette des agents privés, il faut que les taux ciblés atteignent des maturités assez éloignées, qui correspondent à un horizon d'investissement réel. Il faut donc qu'elle se rapproche de la durée moyenne des financements bancaires et obligataires privés, hors les crédits de trésorerie. Ceci revient pour la Banque du Japon à émettre une option d'achat sur la dette à court et moyen terme, inférieure à six ans, soit à peut près 40% de la dette publique japonaise²⁰² !

Cette politique conduirait probablement à une ***explosion de la liquidité centrale***, supérieure à la croissance déjà considérable constatée aujourd'hui. Cet engagement concret de la banque centrale renforcerait la crédibilité du discours inflationniste dans les anticipations du marché. En même temps, ce seul engagement concret provoquerait une baisse des taux longs sans nécessairement que cela passe par des achats massifs effectifs en *open-market*. Le problème de résorption de la liquidité centrale surabondante dans la phase de normalisation, qui va se poser dans le cas de la politique quantitative (cf. ci-dessous), pourrait alors ne pas se poser de manière aussi saillante. Cela dépend fondamentalement de la clarté du discours sur la durée de cette politique et surtout, sur le rythme de normalisation. Le ciblage de niveau des prix à la consommation, évoqué plus haut, pourrait être utilisé ici à profit, comme complément au ciblage de taux, lequel serait l'axe central de la stratégie monétaire. Parallèlement, la normalisation devrait passer par une réduction graduée de l'échéance de taux garantie, associée à cet objectif de prix et à un objectif intermédiaire qui serait la dynamique du crédit (crédit/PIB), puisqu'il s'agit là de l'indicateur le plus probant de la solidité de la conjoncture. La clarté de la stratégie de

²⁰² Données de juin 2005 (source : *Japanese Government Bond*, Ministry of Finance Quarterly Newsletter, october 2005).

normalisation est un élément crucial, parce que d'elle dépend la volonté des marchés de tester l'option d'achat de la Banque du Japon.

- Le risque d'un gonflement incontrôlé de la liquidité centrale est le ***premier argument de la banque centrale nippone*** pour rejeter cette stratégie. On peut douter de sa recevabilité. Il ressemble à celui avancé par la Fed quand, par prévention d'un dérapage du crédit, elle a relevé les taux de réserves obligatoires en 1936-37. L'erreur à l'époque était d'avoir sous-estimé la demande de liquidité des banques. Au Japon, encore en 2006, les banques (1) sont sous-capitalisées et (2) sous-facturent le crédit. Cette politique est donc sans danger à moyen terme, si la FSA poursuit la politique structurelle de réforme du modèle bancaire engagée depuis 2003 (cf. chapitre suivant) et si la Banque du Japon accepte temporairement un peu d'inflation.

Le second argument qu'elle avance est que le ciblage de taux au-delà des taux monétaires reviendrait à un encouragement de l'Etat à la politique de déficits, dans la mesure où ces prix d'achats officiels supprimerait la prime de risque souveraine. Compte tenu de ce qui a été dit au début de ce chapitre sur le *policy-mix*, cet argument typiquement néo-classique est à rejeter d'emblée. D'abord (i) parce que l'organisation du *policy-mix*, comme on l'a dit plus haut, repose sur une coordination hors-marché, et non dans le marché. Ensuite, (ii) parce que compte tenu du premier argument, cette prime ne peut apparaître que dans le cas d'une remise en cause de la souveraineté monétaire –le défaut sur une forte dette nationale en devise et une crise politique majeure–, qui ne correspondent pas au cas du Japon²⁰³. Rappelons que celui-ci dégage un excédent courant élevé depuis très longtemps et est à ce titre le premier créancier international, que 40,5% de la dette publique est détenue par des institutions publiques –55% si l'on inclut la banque centrale–, et qu'elle est à 96% entre les mains de résidents, qui l'acquièrent parce qu'il n'y a pas d'autre titre à acquérir. Enfin, (iii) parce que la Banque du Japon est seule à décider quand engager cette politique et quand l'arrêter, elle ne remet pas en cause son indépendance.

Le troisième argument mis en avant par la Banque du Japon, est plus grave car il en dit long sur son absence totale de réflexion théorique sur la nature d'une banque centrale. Pour engager cette politique, la Banque du Japon doit accepter une prise de risque de taux extrêmement élevée. Or elle estime avoir une capacité de prise de risque de taux limitée. L'argument n'a pas été évoqué au sujet de la stratégie de ciblage de taux longs, mais au sujet d'un éventuel accroissement de la cible des réserves bancaires dans le cadre de la politique quantitative (cf. p. 268). La banque centrale nippone a été jusque fixer explicitement un plafond d'achats de JGB. Ce plafond, c'est la

²⁰³ Le seul épisode de la dégradation de la note souveraine du Japon en 2002-03 montre que cette prime de risque n'existe pas, puisque cette 'sanction' s'est avérée sans effet durable sur les marchés.

définition qu'elle s'est donnée de son ratio de solvabilité lors de l'engagement de la politique quantitative : le rapport des encours de titres publics détenus aux billets en circulation, ce qui ne correspond à rien pour la politique monétaire !

Conclusion : le monétarisme et l'*independency-trap*, le recto et le verso de cet échec

- Cs deux options qui viennent d'être discutées ont permis de montrer :
 - (1) Que la Banque du Japon aurait pu aller plus loin qu'elle ne l'a fait et retrouver une influence
 - (2) Que la stratégie de l'engagement inflationniste est la plus réaliste, parce qu'elle est la plus simple à entreprendre, et la moins hasardeuse pour la banque centrale.
 - (3) Que le succès de ces stratégies repose sur la stabilisation bancaire. Elles n'auraient pu être employées efficacement qu'à partir de 2002-2003, quand la FSA s'engage sérieusement dans la restructuration bancaire.
 - (4) Que ses contre-arguments révèlent une conception fautive de l'indépendance des banques centrales, auto-contrainante, ressemblant à ceux qui ont conduit à Fed au bilan désastreux de son action au long les années trente.

Plutôt que parler de *liquidity trap*, il serait plus juste de parler d'*independency trap*, dont le monétarisme de la Banque du Japon serait l'expression, le verso²⁰⁴. La première partie de ce chapitre avait conclu que cette notion d'indépendance de la banque centrale est au cœur du concept de *policy-mix*, et qu'une compréhension biaisée peut, dans des périodes requérant un recours intensif aux politiques contra-cycliques, ralentir, voire empêcher la reprise. C'est exactement ce qui se passe au Japon. Il est donc utile qu'en conclusion de ce chapitre, la dernière section s'attache à l'organisation concrète de l'indépendance d'une banque centrale.

4.3. A la racine du *policy-mix* : la nature d'une banque centrale et l'expression de l'indépendance

- On clôt ce chapitre consacré à la crise japonaise comme crise des anticipations, par l'indépendance de la banque centrale. C'est véritablement l'axe autour duquel le *policy-mix* s'articule. Qu'implique-t-elle concrètement ? On raisonne ici à rebours, en expliquant d'abord comment circonscrire la nature de la banque centrale dans le champ institutionnel par (4.3.1.) ses objectifs/instruments, (4.3.2.) son rapport au budget de l'Etat, et (4.3.3.) son capital. Aucun ne peut être utilisé comme une garantie d'indépendance, sans restreindre le champ des possibilités du *policy-mix* d'emblée, donc sans affaiblir la viabilité et la permanence de l'organisation monétaire. L'*independency trap*, argument mobilisé pour expliquer la médiocre performance de la Banque du Japon, s'appuie sur le constat suivant lequel elle utilise ces trois points pour fonder sa crédibilité. Le premier et le troisième contraignent effectivement la politique monétaire tandis que le deuxième n'a jusqu'à présent qu'une influence potentielle.

²⁰⁴ Les premiers à évoquer ce terme sont Cargill, Hutchinson & Ito[2001]

4.3.1. Ses objectifs/instruments

- Ce point a déjà été largement commenté. Une banque centrale a, comme la monnaie, une dimension micro et une dimension macroéconomique. Dans la première, elle a pour objectif de garantir la continuité du système de paiement et pour ce faire, préserve ce dernier contre le risque de système à travers sa fonction de prêteur en dernier ressort au système bancaire. Dans la seconde, ses statuts doivent lui définir un objectif macroéconomique par rapport auquel elle conduira sa politique monétaire. On a déjà vu que cet objectif est la stabilité des prix à long terme. Mais compte tenu de la relation instable entre la politique monétaire et l'activité en finance libéralisée, ce seul objectif est dangereux car il peut aussi être interprété comme un objectif à respecter à court terme. En réalité, la banque centrale doit avoir, non pas un mais deux objectifs indissociables, : la stabilité des prix et le plein-emploi. Les statuts de la Fed sont de ce point de vue les plus exemplaires. Ils décrivent ces objectifs comme les deux conditions nécessaires à la maximisation de la croissance de long terme, et évoquent la stabilité du crédit comme un élément à prendre en compte dans les décisions de politique monétaire, de sorte que la Fed est contrainte de l'intégrer²⁰⁵. L'objectif macro de la Banque du Japon se résume à celui de la stabilité des prix, sans distinction des court et long termes²⁰⁶. Sa formulation permet d'intégrer dans son analyse les prix d'actifs et la préoccupation du plein-emploi, mais ceux-ci ne ressortent pas comme étant de son champs de responsabilité. Cette définition d'objectif étroite prête donc le flan au risque d'interprétation doctrinale. C'est le cas aujourd'hui. Alors que la Fed a un objectif d'inflation à moyen-long terme entre 1-3%, celui de la Banque du Japon est de 0-2% sur le court et long terme.
- La définition ouverte de l'objectif macro de la Fed a ceci de remarquable que si elle est conforme aux besoins de la politique monétaire, elle ne peut être utilisée par la banque centrale pour asseoir son indépendance, puisque l'on pourrait donner le même objectif au budget.

4.3.2. Son rapport au budget de l'Etat et à la règle de paiement

- Une banque centrale doit être indépendante du Gouvernement pour éviter que les pressions électorales auxquelles les élus sont soumis, les incitent à abuser de leur pouvoir de *Prince monnayeur*, en finançant monétairement des dépenses publiques susceptibles d'aider à leur réélection. Il s'agit donc d'empêcher le sacrifice du bien public qu'est la stabilité à long terme de la monnaie sur l'autel des cycles électoraux. Or le court chapitre précédent a montré que l'instrument budgétaire

²⁰⁵ "The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates" (Federal Reserve Act, section 2A).

²⁰⁶ « the pursuit of price stability, contributing to the sound development of the national economy » (BoJ Act, Art 2).

contra-cyclique doit être compris comme une extension de l'instrument monétaire, rendue nécessaire par le développement du capitalisme et de la sphère financière. Ils forment ensemble le *policy-mix*, seul instrument de stabilisation conjoncturelle complet, au sens de la maîtrise du niveau de risque. La plupart du temps, la régulation conjoncturelle peut être assurée par la rencontre de ces deux instruments dans le marché, c'est-à-dire quand l'autorité monétaire achète et vend des titres de la dette publique à travers ses opérations d'*open-market*. Mais le Trésor et la banque centrale n'ont pas par nature vocation à se rencontrer sur le marché seulement. ***Cette dernière doit pouvoir acheter directement de la dette publique*** dans des circonstances exceptionnelles d'enracinement des tensions déflationnistes. C'est une boîte de Pandore ouverte aux politiciens responsables du budget et les abus des périodes antérieures rendent les anticipations des investisseurs privés sensibles à cette perspective. Mais cela ne justifie pas son exclusion d'emblée.

- La préservation des fonctions de réserve de valeur et d'unité de compte de la monnaie implique la stabilité conjoncturelle au niveau macroéconomique et une règle de paiement viable au niveau microéconomique. Les instruments monétaire et budgétaire assurent le premier objectif. Les limites fixées à leur expansion tiennent au risque de détournement de la règle de paiement au niveau microéconomique : le renflouement mal conditionné d'acteurs privés en difficulté par la politique budgétaire, assimilant *de facto* la politique monétaire à un PDR permanent et inconditionnel quand l'insolvabilité bancaire n'est plus sanctionnée. Il s'agit donc de conditionner l'éventuel monnayage direct du déficit public au fait que l'Etat n'utilise pas cette possibilité pour compenser l'instabilité des comportements financiers résultant d'une crise du régime financier, c'est-à-dire pour amollir la règle de paiement. ***Cet argument implique, non pas que la banque centrale est maîtresse de la règle de paiement, c'est-à-dire de la tutelle bancaire, mais que l'indépendance de cette dernière est également assurée.*** Le chapitre suivant montre que ce n'est pas le cas au Japon. Bernanke [2003], alors membre du *Board* de la Fed, expliquait que dans le cas du Japon, la monétisation directe de la dette publique aurait pu être envisagée pour renforcer la crédibilité de la stratégie d'engagement inflationniste proposée ci-dessus. Il rappelle à juste titre que cette interdiction n'est pas une affaire de doctrine mais de pragmatisme. Elle doit permettre à la banque centrale de dire non au gouvernement quand elle estime le déficit public non justifié. Comme le processus de décision à l'intérieure de la Banque du Japon est bien protégé des pressions politiques, et comme cette monétisation aurait été à l'initiative et sous la direction seule de la banque centrale, le risque de comportements ricardiens dans la fixation des primes de risque aurait été limité. Ce raisonnement implique que ***si la Banque du Japon avait pu envisager une telle stratégie –ce qui n'est pas le cas–, elle s'y serait probablement refusée***, suivant l'argument du manque d'indépendance de la FSA. Et elle aurait eu raison, tant la

légitimité du Prince-monnayeur repose sur sa capacité à imposer une règle de paiement viable. La mauvaise qualité des programmes budgétaires de relance du budget jusqu'en 2001, protégeant les secteurs du BTP et l'immobilier, aurait appuyé ce choix.

- L'interdiction de la monétisation de la dette publique peut certes renforcer l'indépendance de la banque centrale –elle peut même s'avérer nécessaire si un moment, l'économie politique locale le requiert–, mais elle peut atténuer la viabilité de la régulation monétaire. Sans être aveugle sur les dangers que cette issue représente, il convient d'en lever l'interdit et d'associer son usage à la qualité de la règle de paiement et de la politique budgétaire. La transparence de la banque centrale renvoie ainsi à la transparence du budget et à celle de l'autorité prudentielle... deux points noirs pour le Japon.

4.3.3. Son capital

- La solvabilité d'une banque commerciale est calculée comme la différence entre ses actifs et ses passifs. Or cette solvabilité renvoie effectivement à la notion de capacité de paiement parce que les passifs de la banque commerciale sont de la monnaie privée, et que leurs détenteurs peuvent exiger leur échange au pair contre une autre monnaie privée –si la banque fait partie du même système de paiement– ou contre de la monnaie centrale, billets et pièces²⁰⁷. Les passifs d'une banque centrale sont émis contre des actifs non monétaires, mais la monnaie centrale qui constitue la base monétaire est d'une nature différente : dans un système de crédit pur, elle n'est échangeable contre rien, et n'est donc garantie par rien d'autre qu'elle-même, précisément par la préservation de ses fonctions dans l'avenir. A la différence des banques commerciales qui, quand elles produisent de la monnaie et en contrepartie, acquièrent un crédit, doivent intégrer le coût d'accès à la liquidité centrale dans le prix de ce crédit, la banque centrale produit de la monnaie en acquérant un actif sans aucune contrainte, parce que personne ne peut exiger la conversion de sa monnaie au pair contre une autre monnaie. Sa monnaie est dite à haut pouvoir libérateur –*high powered money*– et par nature ne porte pas d'intérêts²⁰⁸. Dès lors que la banque centrale contrôle parfaitement la quantité de ses passifs et que ces derniers ne versent pas d'intérêt, ***la position financière de la banque centrale est la somme des revenus futurs actualisés que ses actifs portent***, sans déduire la base monétaire. Sa position financière est donc la valeur de ses actifs seuls et elle n'a de contrainte de solvabilité de nature bilantielle, que si elle n'a pas d'influence sur la valeur de ses actifs, c'est-à-dire si elle n'a plus sa capacité à intervenir comme prêteur en dernier

²⁰⁷ Suivant les réglementations nationales, ces passifs peuvent être rémunérés, bien qu'étant de la monnaie, dès lors qu'ils sont versés d'un compte de règlement à un compte de dépôt. Mais la reformulation des ratios de solvabilité en ratio d'adéquation des fonds propres prévoit ces particularités institutionnelles en prenant en compte les risques de liquidité.

²⁰⁸ Cette monnaie constitue la base monétaire et est composée du stock de monnaie métallique et fiduciaire, ainsi que des réserves des banques de second rang à la banque centrale. Cependant il peut arriver que certains de ces comptes versent des intérêts, comme c'est le cas pour l'Euro-Système.

ressort et régulateur de la conjoncture, c'est-à-dire comme acteur public souverain²⁰⁹. Cela peut intervenir dans deux cas seulement : si elle abandonne d'emblée et définitivement ces marques de la souveraineté monétaire, en s'imposant un régime de change fixe, et si les conditions de monnayage du capital sont relâchées.

• Les notions de capital et de solidité financière étant étrangères à la conception de la banque centrale, ***la politique monétaire ne doit pas être influencée par la qualité de son bilan***. Comme une banque centrale peut être amenée à accumuler des risques de taux considérables, si, comme dans le cas de la politique monétaire quantitative au Japon, elle acquiert des titres longs de la dette publique, l'Etat doit, dans la logique juridique²¹⁰, en couvrir les pertes éventuelles. Plus généralement, les profits et pertes associés aux opérations de politique monétaire doivent être complètement neutres sur les décisions de la banque centrale. Dans les statuts de beaucoup d'entre elles, dont la Banque du Japon, l'Etat leur interdit pourtant de faire des pertes. Cette contrainte de bilan est, sur le principe, annulée par le fait que les statuts leur confèrent habituellement le droit de déterminer librement leur régime comptable –valeur historique/de marché– et prudentiel –niveau des réserves légales, capacité de report des pertes–²¹¹. Cette prérogative exceptionnelle est complétée par la capacité du Comité de politique monétaire à définir également librement la liste des titres éligibles à son guichet dans le cadre de ses opérations de marché. Au total, les banques centrales disposent statutairement de marges de manœuvres limitées par des contraintes de provisionnement qu'elles seules définissent, donc par leur seule volonté. Enfin, quand les statuts interdisent certaines formes de prise de risque de crédit sur des acteurs privés –ce qui est loin d'être systématiquement le cas–, l'expansion potentiellement infinie de la liquidité centrale, en régime de crédit pur, repose sur la possibilité légale des banques centrales d'acheter de la dette publique directement auprès de son émetteur, pour *contourner* les comportements privés. Si c'est le cas, maîtresses de leur base monétaire, les banques centrales sont aussi maîtresses du temps, conformément au principe théorique suivant lequel pour fonctionner, une organisation monétaire fonde sa viabilité sur la permanence de son régime. Quand cette monétisation leur est interdite statutairement, l'offre de monnaie centrale n'est plus potentiellement infinie, l'autorité monétaire perd une partie de sa maîtrise du temps et donc, la viabilité du système de paiement est diluée.

²⁰⁹ S'en rapportant à cette nouvelle définition de la richesse nette d'une banque centrale, Fry [1993] avait proposé une évaluation de la franchise bancaire d'un institut d'émission comme le droit maximal d'émission de monnaie au-delà duquel la monnaie est rejetée. Il était évalué à 150%, ramené à 38% pour une inflation nulle. Au Japon, le bilan de la banque centrale atteint 29% fin FY2004. Il va de soit que ces chiffres ne sont pas des valeurs de référence. Ils montrent que le monnayage de la dette publique peut exceptionnellement s'avérer un bon choix.

²¹⁰ Les administrations budgétaires et la banque centrale forment la même entité souveraine et indivisible.

²¹¹ Pour les opérations liées à l'exercice de la politique monétaire s'entend (Courtis & Mander [2003]).

Tableau 4 – Japon : Actifs & passifs de quelques banques centrales fin 2003 (% du PIB)

	Actif	Dont dette publique	Passif	Dont non remboursable ¹	Capital	Capital + passif non remboursable
<i>Japon</i>	26,3	18,7	25,3	21,4	1,1	17,3
<i>Etats-Unis</i>	7,0	6,5	6,9	6,4	0,2	6,5
<i>Canada</i>	3,6	3,4	3,6	3,5	0,0	3,5
<i>R-U</i>	4,7	1,3	4,5	3,1	0,1	3,3
<i>Eurosystem</i>	11,8	0,6	10,8	8,2	0,9	7,1
<i>Australie</i>	8,4	1,5	7,6	4,6	0,8	5,4

¹ billets, pièces et réserves du système bancaire ne portant pas intérêt. Billets et pièces seulement pour la BCE et la banque centrale australienne, où les réserves portent intérêt. Source : banques centrales, in Lebow [2004]

● La plupart des pays, comme le Japon, n'assurent pas ce principe de permanence parce qu'ils interdisent d'emblée la monétisation directe de la dette publique, arguant que c'est un attribut incontournable de l'indépendance. Ces restrictions vont plus loin. Si les banques centrales n'hésitent pas à recourir à la comptabilité en valeur d'acquisition, en revanche, elles rechignent à user de leur droit à reporter leurs pertes sur le moyen et long terme. Comme dans le même temps, la plupart des banques centrales sont contraintes de verser automatiquement une part substantielle de leur surplus au Trésor²¹², cette restriction volontaire revient à leur interdire tout simplement de faire des pertes. *La Banque du Japon est peut être celle qui va le plus loin* dans cette logique. Dans son rapport annuel 2005, elle dit explicitement vouloir rapprocher ses comptes de la valeur de marché de ses actifs²¹³.

Surtout, depuis son indépendance, en 1998, elle publie régulièrement un ratio d'adéquation des fonds propres, le rapport du capital social et des réserves à l'encours des billets en circulation, qui rappelle fortement la vieille doctrine du *real-bill*, qu'elle déclare vouloir maintenir entre 8 et 12%. Cette fourchette cible comme le ratio lui-même sont une véritable *anomalie économique*, impossible à justifier théoriquement en régime de crédit pur. Rappelons que rien de cela n'est inscrit dans ses statuts, la seule contrainte imposée étant celle de reversement du surplus²¹² !

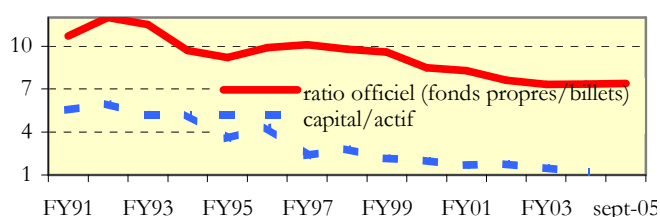
L'expansion considérable de la taille de son bilan avec la politique quantitative résulte de l'acquisition d'obligations publiques portant un risque de taux, et dont l'encours atteint 12,6% du PIB en FY2004 –et 19,8% pour l'ensemble des titres de dette publique détenus (cf. Tableau 4)–.

²¹² Les statuts prévoient ordinairement qu'un pourcentage de ce surplus, peut être conservé par la banque centrale pour constituer des réserves pour pertes latentes sur les activités de change et de titre –en sus des réserves légales donc–. Ce taux de rétention plafonné est défini dans les statuts et ne peut être changé qu'avec une révision de la loi régissant la Banque centrale, à l'initiative du Trésor. Si les banques centrales définissent librement leurs contraintes de réserves légales, elles ne peuvent pas librement créer des réserves excédentaires. C'est en ce sens que l'on dit que les banques centrales n'ont pas le droit de faire de pertes. Au Japon, ce plafond est relevé de 5% à 15% en 2002 (BoJ Law – Art. 58).

²¹³ "The Bank appropriates provisions for possible losses on securities transactions and foreign exchange transactions, pursuant to such rules and regulations as Article 15 of the Bank of Japan Law Enforcement Order, Articles 9, 10, and 11 of the Enforcement Regulations of the Bank of Japan Law, and Article 18 of the Bank's Accounting Rules. The amount of funds transferred to/from these provisions is determined by the following criteria, which are prescribed in Article 18 of the Accounting Rules: (1) for both securities transactions and foreign exchange transactions, about 50 percent of net gains/losses should be transferred to/from the relevant provisions; and (2) the level of the Bank's capital adequacy ratio should also be taken into consideration" (Chap. The Bank's accounts, in Bank of Japan Annual Report 2005).

La Banque du Japon est incapable d'assurer la couverture nécessaire en fond propre²¹⁴. Elle aurait pu assouplir ses propres règles comptables ou lever ses taux de provisions légales, ponctionnant alors une part plus importante du surplus reversé au Trésor, mais elle aurait alors admis le caractère purement subjectif de ces règles et le fait que la solidité financière d'une banque centrale est *policy-dependant*, suivant le terme consacré. Interprétant cela comme une perte de crédibilité elle a préféré demander au Trésor de relever de 5% à 15% la part du surplus qu'elle est en droit de retenir pour constituer des provisions supplémentaires. Cette modification, intervenue en 2002, a permis un accroissement substantiel des fonds propres, capable de stabiliser son ratio de solvabilité, mais pas de le relever au-dessus du plancher qu'elle s'était elle-même fixée et ce, malgré un risque de taux calculé sur la base d'un scénario de reprise *a minima* (cf. Graphique 48)²¹⁵. Son flottement autour de 7-8% depuis FY2002, qui n'émeut personne sauf les dirigeants de la Banque, signe à l'évidence son insignifiance.

Graphique 48 – Japon : ratio de solvabilité de la Banque du Japon



Source : Lebow [2004] & Bank of Japan Annual Report 2005.

- Si les taux remontent sensiblement au Japon, va-t-elle l'abandonner ou accepter le durcissement automatique de la politique monétaire ? Des économistes ont proposé des solutions techniques à ce problème, comme la conversion des titres longs détenus par la Banque du Japon en titres courts²¹⁶. Il est aussi possible que si la politique quantitative perdure, cette dernière finisse par accumuler une couverture suffisante grâce aux revenus d'intérêt, mais c'est peu probable. Sur le principe, la solution n'est de toute façon pas satisfaisante parce qu'*en entretenant cette incohérence théorique, on nourrit l'instabilité des anticipations*. Le seul fait que les minutes

²¹⁴ Au moment d'engager la politique de ciblage quantitatif, pour limiter ces risques de taux plus sûrement qu'un ratio de fonds propres fondé sur des règles comptables modifiables, le comité de politique monétaire avait officiellement déclaré que les encours de JGB achetés ne devraient pas dépasser celui des billets en circulation. Ce plafond, qui est un pas supplémentaire vers une approche comptable des performances d'une banque centrale, est tout aussi injustifiable théoriquement que le ratio de solvabilité officiel. Il a été abandonné *de facto* en 2003, quand en 2003, à l'occasion du changement de Gouverneur, la banque centrale décide plusieurs accroissement de sa cible quantitative.

²¹⁵ Fujiki, Okina & Shiratsuka [2001] avaient calculé, en 2001, que pour un stock de JGB accumulé de 60-70 trillions, la Banque du Japon ferait une perte en capital de 2,4 trillions de yens (hors la hausse des services d'intérêt résultant de la hausse des taux). Elles atteindraient 12 trillions avec des taux longs à 5%, ce qui est un scénario extrême sur le court et moyen terme. Mi-2005, le stock détenu par la Banque du Japon atteint le haut de cette fourchette, tandis que les taux sont à peu près identiques à ceux de mi-2001. Sur ce laps de temps, la Banque a constitué pour 2,3 trillions de yens de réserves pour pertes latentes (BoJ Annual Report 2005).

²¹⁶ Voir Elbow [2004] sur ce sujet.

de Comité de Politique Monétaire de la Banque du Japon signalent que l'argument de la position financière nette de l'institution est intervenu dans les débats de politique monétaire, comme un obstacle à l'expansion de la politique monétaire quantitative en avril 2003, est profondément choquant (Zhu [2004])²¹⁷. Dans la mesure où, par définition, l'efficacité de l'action d'une banque centrale n'a rien à voir avec la qualité de son bilan, son indépendance ne peut ni ne doit être assise sur aucune approche comptable de son activité. Au lieu d'une interdiction de faire des pertes compensée par une liberté comptable, d'autant plus délicate à exercer que le banquier central est préoccupé par sa crédibilité –cas général–, ***les prises de risque associées à l'exercice de ses fonctions monétaires devraient être séparées du bilan de la banque centrale, pour être directement supportées par l'Etat***. Cette séparation pourrait prendre la forme d'un accord de *swap* de taux avec le Trésor sur les titres publics détenus, qui serait inscrit dans les statuts, ou comme le propose le *Keidanren*, le Ministère des Finances pourrait convertir systématiquement ces JGB à taux fixes en dette à taux variable, récupérant le risque de taux²¹⁸.

- Les banques centrales ont un capital pour des raisons historiques : leur origine privée, pour la plupart, et les ressources financières apportées par l'Etat en complément de ces capitaux privés, pour rendre possible les opérations internationales de prêt/emprunt d'or. Aujourd'hui, les banques centrales sont nationalisées à 100%, (France, Allemagne, Grande-Bretagne...), partiellement (Japon²¹⁹) ou potentiellement (Fed²²⁰), mais les droits de propriété n'ouvrent jamais sur des droits de contrôle. Dans une étude comparative internationale sur les données IFS, Stella [2003] montre que sur 157 banques centrales prises en compte, le ratio de fonds propres sur actif va de 1 à 20%, avec même un dixième de l'échantillon dans une zone négative. Dans ce panel, la Banque du Japon, si soucieuse de sa crédibilité, est dans le peloton de queue, avec 1,2% en 2004. La réalité force à reconnaître que les banques centrales n'ont pas besoin de capital. Leur indépendance budgétaire n'a pas de raison de s'organiser sur une base différente de celle des agences publiques indépendantes comme l'autorité prudentielle bancaire, sous réserve que la production de billets est assurée et les comptes relatifs aux opérations monétaires sont neutres.

²¹⁷ Le nouveau gouverneur installé en mars 2003, Tohihiko Fukui, comme son prédécesseur Masaru Hayami et Kazuo Ueda, ancien membre éminent du *Board* se sont eux-mêmes ouvertement inquiétés de la position financière de la Banque du Japon. Voir sur ce point Pilling [2003], Fukui [2003], Ueda [2004].

²¹⁸ Notons que cette proposition est neutre sur l'équilibre budgétaire puisque les intérêts versés sur ce stock de dette à la Banque du Japon sont restitués à l'Etat sous la forme du versement du surplus de la banque centrale.

²¹⁹ Les actions de la Banque du Japon, cotées à la bourse de Tokyo, sont devenues des valeurs exotiques, des curiosités boursières au sens littéral.

²²⁰ *Le Federal Reserve Board* fonctionne comme une société à capital variable, où les banques membres sont tenues de détenir une portion du capital de la Réserve de District. Le nombre d'actions de chacune d'elles croît ou décroît avec le poids des banques et leur nombre. Les banques à leur entrée dans le Système, les banques n'avancent que la moitié de cette souscription obligatoire et le Board dispose du droit d'acquiescer dès qu'il en fait la demande, le reliquat sur lequel les banques n'ont effectué aucun paiement, soit la moitié du capital.

Pourvu que sur les trois points développés à l'instant, les statuts des banques centrales sont conformes à ce que l'on a dit, le débat sur l'indépendance des banques centrales se ramène à assurer la qualité des processus de nomination et de fixation des salaires des dirigeants, et à l'indépendance et la transparence des processus de décision à l'intérieur de l'institution. Il est remarquable que les banques centrales qui s'appuient le plus sur les critères d'objectif de politique monétaire, de rapport à la dette publique et de solvabilité sont aussi les moins soumises au contrôle démocratique, que la faute en soit imputable au manque de procédures ou à la qualité du travail parlementaire. Sans doute, les dirigeants de la Banque du Japon seraient-ils amenés à corriger nombre des anomalies qu'ils ont créées, et à restituer à l'institution son pouvoir, si la Diète et le débat public les amenaient à davantage se justifier.

Conclusion –La Banque du Japon dans la sortie de crise

- ***Cette indépendance, mal formulée, a coûté cher au Japon*** : l'engagement tardif de la politique de taux zéro en réaction à la crise de 1997-98, le relèvement des taux d'août 2000 et les six mois d'hésitation qui ont suivi avant de reconnaître cette erreur, enfin le ciblage quantitatif, puisque, outre son impact nul sur les anticipations, la persistance de la banque centrale dans cette voie a créé un problème potentiel : un stock de liquidité centrale six fois supérieur aux besoins et avec lui, la volatilité potentielle caractéristique des économies surliquides en phase de reprise. Or comme la Fed pendant la *New-Deal*, elle est hantée par l'abondante liquidité bancaire et le risque induit de dérapage de l'offre de monnaie en cas d'embellie durable. A-t-elle raison ?

Dans les années trente, l'attitude ambiguë de la Fed dans son soutien à la liquidité bancaire a nourri les crispations des établissements de crédit vis-à-vis de celle-ci, alors que la dépression les y avait exceptionnellement sensibilisés, et a fini par provoquer, en 1938, la plus violente contraction de l'offre de crédit de l'histoire des Etats-Unis. Au Japon, le problème n'est pas le même. A la différence du risque systémique au centre la problématique américaine, la rareté du capital bancaire ici est intégrable dans les anticipations, de sorte qu'un durcissement monétaire injustifié ne déclencherait pas un effondrement du crédit, mais freinerait la reprise. En outre, dans la mesure où la banque centrale conduit une régulation par les taux, le problème de politique monétaire qui lui est posé n'est pas la résorption d'une surliquidité des banques sans effet sur les anticipations²²¹, mais c'est l'échéancier du relèvement des taux, qui lui, a un impact sur les anticipations : ***quand sortir de la politique de taux zéro ?*** Ce n'est que depuis le Comité de Politique Monétaire (CPM) du 9 mars 2006 que la Banque du Japon a officiellement dissocié la politique monétaire quantitative, qu'elle souhaite depuis faire disparaître progressivement, de la

²²¹ C'est là surtout un problème de réactivation des fonctions des segments du marché monétaire désactivés *de facto* au cours de la politique quantitative, problème important sur le plan systémique, mais d'ordre technique. Relevons qu'entre la décision de sortir de la politique quantitative, en mars, et la fin avril, les réserves excédentaires des banques ont déjà été réduites de 40%, par le seul arrêt du renouvellement des opérations repo arrivées à échéance sur les titres privés (sans cession des JGB). L'objectif est une résorption totale d'ici fin juin.

politique de taux zéro, qu'elle souhaite maintenir. Or elle n'est pas claire sur les conditions de ce maintien.

- Depuis les rapides progrès dans l'assainissement des bilans bancaires, observé en 2005, la plupart des indicateurs conjoncturels sont au vert et en particulier, le désendettement des entreprises a beaucoup avancé. ***Cette embellie générale a fait émerger un conflit devenu violent entre la banque centrale et le Gouvernement, sur l'échéancier de la reprise.*** La première a toujours un objectif d'inflation trop bas, qu'elle semble vouloir faire respecter sur un horizon de court-moyen terme et qui donc, implique un relèvement précoce des taux. Le second lui a demandé à plusieurs reprises de réviser cet objectif, en le relevant pour prendre en compte le biais déflationniste de l'indice des prix, et en l'assouplissant, pour en faire un objectif de moyen terme et accepter sur une période de transition une inflation un peu plus élevée. Ces propositions vont dans le sens de ce que nous avons dit plus haut. Les deux premières corrigeraient simplement l'anomalie actuelle. La troisième consoliderait la reprise en améliorant ***la qualité du policy-mix***. La politique monétaire durablement expansive qui en résulterait permettrait de soulager le levier budgétaire et ainsi, de traiter l'autre épine des autorités japonaises : le niveau élevé de la dette publique. Accepter une inflation de deux points au-dessus de sa cible actuelle aiderait à la fois à relever les anticipations dans un environnement bancaire stabilisé, et à réduire plus vite le taux d'endettement public. Ceci serait facilité par le fait que la stabilisation bancaire permet, depuis 2005, de réactiver le canal taux de change pour l'ajustement macroéconomique. Et avec une inflation acceptée temporairement plus élevée, la dépréciation, plus nette, réduirait le degré d'expansion de la dépense publique. Les tensions ont cru entre elle et le Gouvernement au point que fin 2005, le Premier Ministre J. Koizumi a déclaré que si la banque centrale se maintenait sur la voie d'un resserrement monétaire précoce, il lancerait un débat sur la révision de ses statuts²²², rappelant la manière dont l'Administration Roosevelt a répondu à l'intransigeance de la Fed en 1935. Depuis février 2006, la Banque du Japon semble avoir mis un peu d'eau dans son vin : elle apparaît un peu plus flexible sur l'horizon de cet objectif d'inflation depuis la réunion du CPM de février 2006. Mais elle refuse toujours de relever son objectif d'inflation et exclut toute stratégie d'inflation transitoire. D'où un risque de durcissement avant que la timide sortie de la déflation observée au printemps 2006, consolide la reprise de la demande privée. Également, comme elle n'est toujours pas revenue sur les règles comptables internes qu'elle s'est créées et qui produisent une contrainte de bilan potentielle sur la politique monétaire, on est toujours dans l'incertitude sur sa réaction à une remontée des taux longs, qui risque de faire apparaître des

²²² NIKKET Net, *Flat CPI Fuels Debate Between Govt, BOJ Over Deflation Issue*, Saturday, November 26, 2005. Le durcissement du débat sur le *policy-mix* a conduit le PLD à créer une commission officielle sur la politique monétaire.

pertes massives sur son portefeuille d'*open-market*. Enfin, elle continue d'insister sur la forte volatilité potentielle des marchés d'actifs patrimoniaux—i.e. de bulle précoce— dans un contexte de taux courts durablement très bas. Le problème est qu'à aucun moment elle n'a discuté publiquement de ce qui est à la source de cette volatilité : l'activité de crédit. Or c'est là la pierre angulaire de toute cette stratégie de *policy-mix*.

- Fondamentalement, ***le risque de bulle précoce*** s'appuie nécessairement sur des perspectives de reprise du crédit et en particulier, sur une éventuelle forte sensibilité de l'offre bancaire aux marchés d'actifs, à l'attachement du coût du crédit à la valorisation du patrimoine des emprunteurs plutôt qu'à celle des projets —la boucle crédit/prix d'actif—. Pour limiter ces risques et assurer un *policy-mix* optimal, il faut donc que (1) l'offre de crédit ne se relâche pas avant l'achèvement de la stabilisation des comportements bancaires —c'est le problème du risque moral et de la règle de faillite—, et que (2) les banques valorisent leurs crédits par la qualité des projets financés, plutôt que de s'appuyer sur des collatéraux ou la valorisation boursière des emprunteurs —c'est le problème du modèle de relation bancaire—. On voit, dans le chapitre suivant, que pour corriger la performance structurellement médiocre, en finance de marché, de leur modèle traditionnel de relation de crédit à l'engagement, les banques japonaises ont massivement développé une approche patrimoniale du risque de crédit. Elle est une des explications de l'ampleur de la crise et surtout, de la complexité de sa résolution. On va voir aussi que la stratégie de stabilisation bancaire choisie par la FSA correspond à une approche douce, qui tente de remédier aux dysfonctionnements des banques sans sanctionner l'insolvabilité, et donc en intervenant directement au niveau de leur exploitation. Les progrès dans ce domaine doivent permettre une reconstitution progressive du capital des banques, sur la base d'une rentabilité d'exploitation redressée. L'idée est ainsi de modifier le contexte institutionnel dans lequel les banques s'ancrent (règles prudentielles, lois de faillite, marchés secondaires du crédit...) tout en ne durcissant que progressivement la norme de solvabilité, selon un planning qui doit être crédible, pour qu'elles aient tout intérêt à redresser structurellement leur exploitation. De fil en aiguille, ***la réforme du modèle bancaire deviendra la contrepartie du traitement privilégié des banques***. Pour en minimiser le risque moral, au-delà de l'assainissement des bilans et de la reconnaissance de pertes non sanctionnées, il faut remodeler les relations de crédit suivant une approche de la banque à l'acte, plus facile à contrôler, et à terme plus rentable pour les banques. Le problème est que l'ensemble prend du temps : les pertes reconnues sont absorbées lentement, et remodeler les relations de crédit est un processus lent dans un environnement concurrentiel et de faible demande de crédit. On rejoint alors notre problématique macro : une politique

monétaire durablement expansive, capable d'épaissir les marges des banques, faciliterait le travail de la FSA, comme la Fed a permis aux banques américaines de se resolvabiliser sur 1991-94.

Mais pour cela, *il faudrait s'assurer que la tutelle bancaire maintient sa pression*. Le chapitre suivant montrera que si l'assainissement des bilans a bien avancé sur FY2002-2004, ces progrès ne sont pas accompagnés du changement profond espéré dans les pratiques de tarification, et même si la qualité du traitement des pertes s'est améliorée, le redressement de la qualité du reste des crédits tient à la conjoncture, peu à la refonte des relations de crédit. La FSA ne profite donc pas du soutien conjoncturel pour accentuer sa pression sur les fonds propres et maintenir celle sur la qualité de l'exploitation de banques dont les bilans sont maintenant sains. Elle ne semble pas avoir la pugnacité suffisante –l'indépendance nécessaire ?– pour maintenir sa pression une fois le gros de la crise passé. D'où, d'un côté, une offre de crédit toujours trop axée sur une approche patrimoniale et une recomposition du portefeuille non aboutie, avec des emprunteurs protégés qui n'ont pas achevé des restructurations réelles si tardivement engagées, et de l'autre côté, une norme de solvabilité bancaire qui, bien que relevée, n'est toujours qu'en cours de normalisation, limitant l'incitation à poursuivre les efforts structurels. Dans ces conditions, autant le *policy-mix* proposé plus haut est une solution optimale, autant la Banque du Japon a raison de craindre les conséquences sur les marchés d'actifs d'une offre bancaire qui y est très sensible et qui, par ailleurs cherche à faire du volume plutôt que des marges, malgré une rentabilité d'exploitation excessivement faible. Mais dans un tel cas, la meilleure preuve d'indépendance de la Banque du Japon n'est pas le mutisme et un relèvement précoce des taux d'intérêt susceptible de fragiliser la reprise, et face auquel on ne sait pas comment les bilans bancaires réagiront. C'est de poser les conditions de cette coopération : l'intensification de la pression de la FSA et pourquoi pas, l'indépendance de celle-ci. Pourquoi ne les a-t-elle jamais demandé ?

Seconde Partie : La faillite sans la liquidité

La crise japonaise du côté de l'actif...

...ou la loi de faillite contre le « modèle japonais »

« Ils veulent être libres et ils ne sont même pas justes. »

Sieyès, l'oracle constitutionnel
Débat sur la dîme.

● La première partie de cet ouvrage a permis de montrer en quoi la théorie de la monnaie de Keynes constitue un corpus théorie homogène capable d'organiser une réflexion macroéconomique sur les fluctuations de l'activité. Sa force vient de ce qu'elle prend pour fondement microéconomique le principe d'incertitude. Il en résulte une économie dans laquelle l'échange ne se fait pas à l'équilibre, où rien n'assure la convergence vers le plein emploi, la solvabilité des agents et donc la bonne appréhension du risque en moyenne. La monnaie doit être extirpée du débat orthodoxe discutant de son degré de neutralité, parce qu'elle est de toute façon constitutive de l'échange et au fondement des mécanismes d'accumulation. La monnaie s'exprime alors à travers l'organisation d'un système de paiement, dont la viabilité repose sur la cohérence entre les principes de gestion macroéconomique de la monnaie et les deux institutions microéconomiques explicitement destinées à gérer les défaillances de marché : le prêteur en dernier ressort et la règle de faillite. Faire l'impasse sur ce cadre monétaire institutionnel non neutre dans une analyse macroéconomique est donc prendre le risque de se tromper de diagnostic. L'étude de la Grande Dépression après 1933 et de la crise japonaise contemporaine est exemplaire. Dans le premier cas, au-delà de la problématique du changement de régime de croissance, l'échec des politiques macroéconomiques s'explique par une crise de maturité de la régulation monétaire. Le déploiement de ces politiques repose sur des fondements théoriques mal connus et ne permettant pas de répondre au manque de légitimité politique des institutions fédérales. Ceci se traduit par un *policy-mix* sous utilisé et par une défaillance de la fonction d'assurance de la liquidité bancaire. Dans le cas du Japon, la continuité entre ces deux fonctions est connue théoriquement et institutionnalisée, de sorte que la liquidité bancaire est effectivement assurée. Mais pas la liquidité de l'économie réelle. Cela vient de l'incapacité des autorités à stabiliser le système bancaire, qui réduit l'efficacité des politiques macroéconomiques. Suivant l'allégorie du Prince-monnayeur que l'on a proposé, celui-ci perd en effet de sa légitimité à « *battre monnaie* » en ne faisant pas respecter une règle de monnayage viable du capital. La première explication structurelle à la longue récession du Japon est donc la règle de paiement relâchée. Mais il en existe une seconde qui la complète. Derrière la crise bancaire, il y a aussi une crise des *institutions de la liquidité*, qui est liée au refus de reconnaître l'enracinement du pouvoir budgétaire du Prince dans son pouvoir monétaire, ce qu'on a appelé *la crise existentielle du policy-mix*, l'instabilité budgétaire et surtout, *l'independency trap* de la banque centrale. Elles sont à l'origine de la déflation persistante et du phénomène de trappe à liquidité, c'est-à-dire de la liquidité réduite de l'économie réelle et en particulier, des marchés financiers privés.

- On a donc vu la crise japonaise du côté du passif, sous l'angle de la liquidité. Dans cette seconde partie de l'ouvrage, on s'intéresse à la manière dont les autorités ont cherché à stabiliser les comportements bancaires pour restaurer la fonction d'allocation du facteur capital, que le marché du crédit assure en principe. On va donc parler de la crise japonaise du côté de l'actif, de l'institution de la faillite et de la manière dont elle a été appréhendée au regard d'une liquidité macroéconomique mal assurée. Ce contexte d'illiquidité pose un problème à la faillite parce que des perspectives générales de profit pessimistes réduisent les chances de survie d'entreprises en difficultés financières, et transforment les projets de restructuration en démantèlement. Pour limiter cela, il faut trouver des mécanismes d'incitation dans sa conception, capables d'améliorer la valorisation des actifs dans un contexte qui au contraire, valorise la liquidité.

La question qui est posée dans cette seconde partie est donc celle-ci : comment l'institution de la faillite peut-elle être utilisée, non plus seulement comme un mode de règlement des défauts défendant l'ordre des paiements, mais aussi et plus généralement, comme un mode d'action collective alternatif au marché décentralisé pour réorganiser des actifs, quand celui-ci ne parvient plus à assurer cette fonction d'allocation de manière satisfaisante? Comment l'intérêt porté à la valorisation de l'actif dans la faillite peut-il être concilié avec la nécessité de respecter l'ordre des paiements dans la gestion d'un défaut? Comment la faillite comme procédure légale de restructuration peut-elle gagner en efficacité tout en défendant les principes d'équité qui organisent le marché?

- Le rapport de la faillite à la liquidité ne se pose pas qu'au niveau macroéconomique, et les économies ne procèdent pas toutes suivant les mêmes mécanismes pour allouer les facteurs de production. Dans le dernier chapitre de la partie précédente, on a vu que ceux utilisés au Japon sont radicalement différents des mécanismes classiques d'allocation par les marchés externes de facteurs. L'absence de tels marchés pose un problème pour le fonctionnement de la restructuration légale au Japon, parce qu'elle implique qu'il n'y a pas de prix de cession disponible publiquement valorisant objectivement les actifs. La faillite au Japon doit donc être gérée dans un contexte de liquidité macroéconomique mal assurée et de faible liquidité microéconomique. Si les autorités veulent limiter les disparitions d'acteurs, elles devront promouvoir le développement des marchés externes d'actifs. Il va aussi falloir organiser les rapports de force entre actionnaires et classes de créanciers codifiés dans ces procédures et sur la base desquels ils se coordonnent pour trouver une issue à la faillite, de telle manière que les solutions de restructuration en interne soient privilégiées. Il va enfin falloir que ces procédures instaurent des mécanismes d'incitation tels que l'on puisse s'appuyer sur ceux qui connaissent le mieux l'entreprise, les *insiders*, et dont on a absolument besoin pour évaluer rapidement les chances de survie et les besoins de

restructuration. Au total, si les autorités veulent mieux valoriser l'actif et « sauver » des acteurs existants, il faut des marchés de cession réactivés, des dirigeants mieux contrôlés, sous pression, et des créanciers incités à entrer dans les négociations et à s'inscrire dans le moyen terme.

La littérature théorique rassemble ces problèmes d'organisation des procédures de restructuration légale et de leur rapport à la liquidité microéconomique sous le concept de *coût d'usage de la faillite*. Au Japon, ce coût était exorbitant jusqu'au début de ce siècle. Il permettait de privilégier à la faillite légale et au droit des contrats une gestion des défauts suivant des règles informelles de partage des responsabilités. Pour que les acteurs puissent se coordonner dessus, il fallait un système de réallocation des actifs faiblement concurrentiel et une tutelle au pouvoir discrétionnaire. En rendant plus difficile cette coordination, la libéralisation financière a rendu nécessaire le passage à un régime de régulation formalisé, sur lequel la production des normes nécessaires au développement de la liquidité financière puisse s'ancrer. Elle a rendu nécessaire le réancrage sur le droit des contrats et donc la réactivation de l'institution qui le défend, la loi de faillite : l'actionnaire et le créancier doivent retrouver les prérogatives et responsabilités écrites dans leurs titres de propriété respectifs et le dirigeant doit perdre son autonomie antérieure par rapport aux actionnaires. En amont de la faillite, ce durcissement des droits de propriété pousse à une ouverture des structures de gouvernance et d'une manière générale, nourrie une demande de transparence pour faciliter l'exercice des droits de contrôle associés aux titres de propriété. Cette transparence, en facilitant les arbitrages, va à son tour dynamiser la liquidité des marchés d'actif. Ainsi, dès lors que ce changement de régime est validé par la réactivation des lois de faillite, se pose le problème du coût de la défense des contrats qu'assure cette faillite légale, sous quatre grandes déclinaisons : la qualité des procédures, la disponibilité de l'appareil juridique/prudentiel alors mobilisé, la transparence des entreprises et la liquidité des marchés externes d'actifs. Et plus le coût d'usage de la faillite que ces éléments déterminent diminue, plus les acteurs seront incités à y recourir pour faire valoir leurs droits. Notons-le : le régime de la propriété se durcit de lui-même, mais la dynamique de ce changement de régime interviendra après, pas avant la réactivation des lois de faillite.

- Cette dynamique de transition, où le coût de la faillite diminue dès qu'elle est réactivée, dépend en effet d'une bonne norme de solvabilité. Les autorités doivent sanctionner l'insolvabilité des institutions à la source de la production de liquidité, à savoir les établissements de crédit. C'est en effet à travers leur propre adaptation au nouveau régime de la propriété, par la manière dont ils traitent les emprunteurs, que toutes ces réformes vont se propager dans l'économie.

Si la norme de solvabilité est relâchée, les banques n'ont pas d'intérêt à utiliser les procédures de faillite, et les principes d'équité qu'elles codifient ne sont pas utilisés par les acteurs privés comme une référence pour évaluer leurs responsabilités et prendre leurs décisions. Cela ne veut pas dire qu'ils se coordonneront sur l'ancien régime pour gérer les défauts, mais, en quelque sorte, qu'ils seront entre les deux. Le risque moral, qui peut être appréhendé comme un comportement de fuite en avant, s'appuie sur une ambiguïté dans le partage des responsabilités associée à la problématique de transition. Cette ambiguïté maintient en vie l'ancien modèle obsolète parce qu'en n'assurant pas correctement la réorganisation des actifs, il facilite le report des pertes dans l'avenir. Au verso de ce blocage dans la dynamique de transition, comme l'institution de la faillite n'est pas réactivée, la dynamique des réformes permettant de réduire le coût de cette faillite n'est pas déclenchée. On va voir qu'au Japon, le relâchement de la norme de solvabilité en pleine transition de régime financier aboutira à cette dualité remarquable : le blocage de cette dynamique, traduction de pratiques traditionnelles de crédit maintenues car facilitant le report des pertes, et en parallèle, un profond remodelage de l'environnement microfinancier, mis aux normes de la finance internationale. De vieux comportements dans des habits neufs ! Cette dualité tient de ce que ces réformes n'ont pas été poussées par la demande de transparence du marché, mais engagées à l'initiative des autorités et parfois contre les acteurs privés menacés.

- Derrière cette problématique de la transition, il y a l'idée que si le coût de la faillite peut vite baisser, il est nécessairement élevé au moment où, pour s'ancrer dans le nouveau régime de la propriété, les autorités imposent les nouvelles règles du jeu au système de crédit. Si à ce moment là, les banques ont accumulé des pertes élevées, leur mise en faillite inaugurerait ce changement de régime ! C'est le problème qui s'est posé au Japon et un peu partout dans les pays de l'OCDE. La libéralisation financière a d'abord déclenché une euphorie spéculative, puis l'éclatement de la bulle a mis les systèmes bancaires dans l'insolvabilité à un moment où dans la plupart des pays, les lois de faillites, auparavant peu utilisées, avaient un coût d'usage élevé. Dans ces conditions, l'insolvabilité bancaire est évaluée « au prix fort » et on anticipe des liquidations et démantèlements d'entreprises en masse, douloureux à assumer pour les responsables politiques. On va voir justement que ce coût de la faillite peut très vite diminuer –et le coût final de la stabilisation bancaire avec–, si après la réactivation des lois de faillite, les autorités engagent les mesures nécessaires –mesures, répétons le, qui tiennent à la réforme des procédures elles-mêmes, à la transparence des comptes et des structures de gouvernance et à l'existence de marchés d'actifs liquides–. C'est l'exemple de la Suède et des Etats-Unis au début des années quatre-vingt-dix. Mais avant d'enclencher cette dynamique d'ajustements, le problème du coût de la faillite ne doit pas être un obstacle à la sanction des banques insolubles. L'idée qui traverse cette seconde partie

est que l'erreur des autorités japonaises consiste à avoir conditionné le durcissement de la norme de solvabilité à une réduction préalable par paliers du coût d'usage de la faillite pour les entreprises, jusqu'à y faire passer les cas d'insolvabilité les plus lourds sans démantèlement. C'aura donc été d'introduire ce coût de la faillite dans la règle de faillite bancaire même, et d'espérer ensuite qu'en imposant les réformes institutionnelles le réduisant –transparence, lois de faillite, appareil judiciaire–, celles-ci créent la dynamique de la liquidité microéconomique complétant ce mouvement. La liquidité avant la solvabilité. C'est le sens de la citation de Sieyès ci-dessus.

- Ce thème du coût de la faillite se décline selon une même logique au niveau de la politique prudentielle et au niveau des lois de faillite d'entreprises. Au premier niveau, qui fait l'objet du premier des deux chapitres de cette partie, les autorités veulent resserrer la norme de solvabilité au rythme de la réduction du coût de la faillite des entreprises. Mais en attendant, cette norme relâchée introduit un risque moral. Dans ces circonstances, les établissements de crédit n'ont pas intérêt à s'engager d'eux-mêmes dans la refonte de l'organisation de la banque principale en un modèle de banque à l'acte, chantier pourtant nécessaire si l'on veut que par les synergies qu'il crée –marché de cession d'actifs, banque d'affaire, etc.–, le coût de la faillite d'entreprise baisse. Pour à la fois limiter le risque moral et pousser à ces changements, sans en venir à durcir prématurément la norme de solvabilité, la tutelle va tenter d'exercer un contrôle direct sur les comportements bancaires, en multipliant les contrôles sur site et en créant une pression directe sur les dirigeants. Pour y parvenir, elle va devoir se faciliter la tâche en exigeant des banques davantage de transparence des bilans et de leur organisation interne. Elle va donc engager d'elle-même les réformes institutionnelles que le marché aurait exigé pour pouvoir se développer, si la norme de solvabilité avait été imposée. La problématique du coût de la faillite intervient donc de deux manières au niveau de la politique prudentielle, comme un indicateur pour rythmer le durcissement de la norme de solvabilité et comme un moyen d'améliorer cette politique prudentielle en contournant les actionnaires. Et de même que la transparence ne peut pas remplacer la norme de solvabilité, elle ne peut pas amener les banques à changer de modèle de fonctionnement et à développer la liquidité microéconomique.

Dans le second chapitre, consacré à la réforme des lois de faillites d'entreprises, il faut prendre cet obstacle au développement de la liquidité des marchés d'actifs comme une donnée, qui va de toute façon limiter la capacité de ces procédures à valoriser les actifs. Par contre, leur seule réforme va réduire leur coût considérablement et faire naître les mêmes besoins de transparence que ceux apparus au niveau des relations entre les banques et la tutelle. Comme la mise en faillite légale impose le respect du droit des contrats, elle sanctionne les actionnaires d'emblée et menace l'entreprise de démantèlement. Sous une norme de solvabilité relâchée, les entreprises sujettes au

risque moral ne sont pas amenées à la restructuration légale. Par contre, les autres le deviennent davantage. L'autre problème que l'on rencontre ici, et que l'on ne rencontrait pas dans le cas des banques, c'est que nombre d'entreprises fragilisées ont fortement collatéralisé leur dette sur de l'immobilier, impliquant, lors de la restructuration légale, soit une forte collaboration des créanciers, soit de la liquidité pour les indemniser sans démantèlement. Avec une liquidité macroéconomique mal assurée et une dynamique de la liquidité des marchés de cession bloquée, ce problème de collatéralisation massive, qui gangrenait déjà le système de banque principal, va être au cœur du débat sur la faillite. Pour réduire le contraste entre un besoin important de liquidité pour sauver les actifs et la rareté de cette liquidité, les autorités vont mettre les dirigeants sous forte pression, à travers un statut dans la faillite qui les protège peu, et à travers des réformes améliorant la transparence des entreprises.

- Trois thèmes dominent au long de cette partie sur la crise du côté de l'actif. Le premier est l'objet de la faillite : il n'existe pas de bonne procédure de la faillite en soi car ses propriétés dépendent de l'environnement dans lequel on l'insère. En revanche, il existe des principes invariants de construction. C'est en les confrontant à une conjoncture et à une économie politique locale particulières qu'on peut juger la pertinence des procédures. Cette économie politique s'exprime à travers la norme de solvabilité et la liquidité de l'économie. Le deuxième thème est donc le rapport entre liquidité et règle de faillite. En l'absence de ce mode de valorisation externe des actifs au Japon, la qualité de la restructuration légale repose sur l'engagement des *insiders*, sur leur incitation à coopérer avec les autres acteurs. Un troisième thème réconcilie alors le couple équité/valorisation de l'actif : la réforme des structures de gouvernance. Elle apparaît tardivement parce qu'en explicitant la responsabilité des actionnaires et des dirigeants, elle apporte une réponse radicale à la dilution des responsabilités qui caractérisait l'organisation informelle traditionnelle, et qui maintenait l'économie politique du traitement des pertes dans un équilibre de Nash. Enfin, précisons que les deux premiers thèmes nous feront faire un nouveau détour par les Etats-Unis de la Grande Dépression. On trouve dans la recapitalisation bancaire par injection en *open-bank* employée par l'Administration Roosevelt après 1933, l'un des rares cas dans l'histoire économique comparable, sur le plan de la méthode, à l'approche choisie par les autorités japonaises, mais avec des résultats bien meilleurs. Pour éclairer la discussion sur les lois de faillite, on reviendra aussi sur l'histoire de la procédure du *Railroad receivership* de cette époque. C'est en effet celle de l'introduction de la problématique de l'actif dans la faillite et qui plus est, à partir de cas d'insolvabilité aux caractéristiques comparable aux cas japonais.

- Chapitre IV -

La crise bancaire

Sortir de l'instabilité sans sanctionner l'insolvabilité

- 1 – Quel traitement pour quel type de crise bancaire ?*
- 2 – De la faillite interdite à la faillite improbable*
- 3 – De la réduction des créances douteuses à la question du modèle bancaire*
- 4 – La transparence pour remodeler les relations de crédit... ou les limites de la politique structurelle 'par le bas'*
- 5 – Mobiliser les injections en open-bank pour ouvrir la gouvernance des banques... ou la politique structurelle 'par le haut'*

Chapitre IV – La crise bancaire : sortir de l’instabilité sans sanctionner l’insolvabilité ?

« Et que vos conjurés entendent publier
qu’Auguste a tout appris et veut tout oublier. »

Corneille, *Cinna*, Acte V sc.3, Auguste.

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : l’histoire longue et inachevée de la stabilisation bancaire

● La manière dont les institutions de la liquidité japonaises sont utilisées concoure à expliquer leur médiocre efficacité macroéconomique. La croissance mal assurée, la déflation, décrivent une économie illiquide au niveau agrégé qui, en retour, va durcir les enjeux de propriété dans le traitement des pertes bancaires, donc le traitement général de la crise bancaire. Illustrant ce point, on verra que c’est la dépression brutale de 1998 qui impose aux autorités un changement radical d’approche : la fin du traitement macroéconomique pur de l’insolvabilité bancaire, et le réancrage des comportements sur les principes de la faillite. L’autre explication des performances limitées de la politique macroéconomique est l’instabilité bancaire, bloquant la réallocation des facteurs. Les autorités japonaises vont chercher tout au long de la crise à résoudre ce problème : ***comment ne par sanctionner les banques par la faillite pour leurs pertes passées tout en stabilisant les comportements de crédit ?*** Cela va revenir pour elles à rechercher une distinction entre ce qui serait une norme de solvabilité ‘passée’ et une norme de solvabilité ‘future’. Cette quête est vouée à l’échec, puisque dans le marché, la solvabilité est une notion prospective. La première tentative de réconciliation aura été cette réponse macroéconomique, censée assurer des marges anticipés élevés grâce à la perspective d’une reprise immédiate, durable et soutenue de l’activité. C’était d’abord supposer que les institutions de la liquidité fonctionnent bien, or le chapitre précédent a montré que ce n’était pas le cas. C’est aussi et surtout supposer la solvabilité des banques et celle des entreprises en difficulté à l’origine de leurs créances douteuses peu détériorées. C’est donc supposer que l’exploitation des banques serait structurellement saine –i.e. le modèle bancaire viable– et celle des entreprises à la source de leurs pertes elle-même viable dans une conjoncture stabilisée. Au Japon, au contraire, la crise bancaire prend ses racines dans la déréglementation financière, qui a structurellement modifié les conditions de l’activité bancaire et de sa régulation, et dans une bulle immobilière et boursière spectaculaire. Celle-ci a financé une

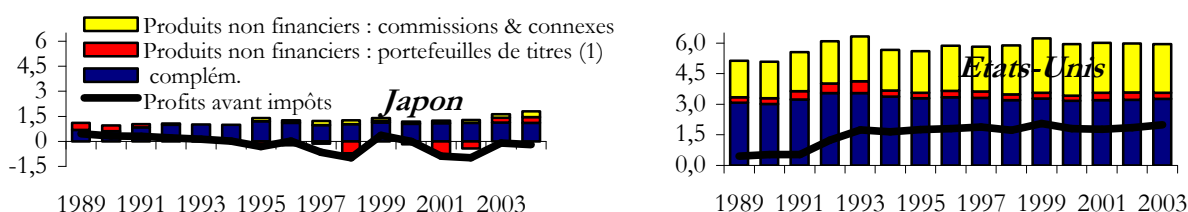
véritable orgie d'investissements industriels. Surtout, cet emballement des marchés d'actifs patrimoniaux a perturbé le processus d'allocation des facteurs, en ouvrant les mannes du crédit et en soutenant le surdéveloppement d'activités capables d'apporter de tels actifs en garantie et qui, dans des conditions normales, auraient dû réduire de taille, voire tout simplement disparaître. Plus qu'une crise générale de suraccumulation, c'est une crise structurelle imposant des réallocations massives de facteurs, avec de gros enjeux de propriété. Et ces enjeux sont d'autant plus ténus que la valeur de l'actif ayant permis ces distorsions dans la bulle –l'immobilier– s'effondre dans la crise, sans que les politiques conjoncturelles contra-cycliques parviennent à renverser cette tendance à court et moyen terme. Le traitement macro de la crise bancaire peut faciliter le traitement de passifs devenus insolubles avec la récession, mais ici, il est inadapté aux enjeux structurels de la stabilisation bancaire, qui passent, en premier lieu, par une redéfinition des règles du jeu de la concurrence et de la prise de risque. Jusque 1998, cette réponse macro n'est parvenue qu'à convaincre les banques qu'elles n'étaient pas responsables de leurs pertes, enracinant profondément un aléa de moralité dans l'offre de crédit. Avec la crise bancaire ouverte et la dépression de 1997-98, une seconde approche de la stabilisation est tentée, qui part du constat que dans un système financier libéralisé, ouvert, l'insolvabilité d'un agent est un problème microéconomique qui appelle une solution microéconomique. En même temps, les autorités se refuseront toujours à recourir à la solution de faillite. La politique prudentielle –la règle de faillite appliquée aux banques–, va être réorientée du contrôle des comportements bancaires par l'intermédiaire d'une norme de solvabilité à respecter, à leur contrôle direct, sanctionnant donc la rentabilité courante de l'activité de crédit. C'est ce qu'on va appeler la *politique bancaire structurelle*, et il va surtout être question d'elle dans ce chapitre.

Elle consiste d'abord à surveiller ce qu'on appelle le coût du crédit *ex-post*, c'est-à-dire la qualité du provisionnement des pertes passées, sans s'intéresser aux conditions d'accès au crédit *ex-ante*, c'est-à-dire à la sélection et la tarification des nouveaux risques et à la manière dont les banques font évoluer leur relation de crédit quand les emprunteurs sont défaillants. Ce n'est que dans un second temps que la tutelle va s'intéresser à ces pratiques, après avoir constaté que la seule amélioration de la qualité des provisionnements –la révélation des pertes– ne suffit pas à elle seule pour amener les banques à améliorer leurs pratiques de crédit *ex-ante*. Tant que leurs propres pertes ne sont pas sanctionnées par leur mise en faillite, et tant que chaque établissement est soumis à la pression d'un marché concurrentiel face à d'autres prêteurs également insolubles, leur horizon temporel est trop court. Elles n'ont pas d'incitation suffisante à imposer à leurs emprunteurs défaillants un traitement définitif et, d'une manière générale, à remettre en question un modèle de relation de crédit devenu structurellement non rentable et générateur de pertes.

Pour les amener à durcir leur attitude sans relever d'emblé une norme de solvabilité bancaire qui les acculerait à la faillite, la tutelle va contraindre des banques insolvables et donc, sans perspective, à se comporter comme si elles avaient un horizon d'anticipation éloigné. La norme de solvabilité pourra alors être resserrée progressivement, au rythme de la stabilisation bancaire. Elle va élargir son champ d'intervention aux conditions de crédit *ex-ante*, à la fois en resserrant son contrôle direct sur le traitement des créances douteuses, en imposant des objectifs de redressement de leur rentabilité d'exploitation et, à travers un remodelage complet du cadre juridique, comptable et prudentiel des activités de crédit, en poussant les banques à refondre leur modèle général traditionnel d'exploitation bancaire, sur le modèle anglo-saxon classique de la banque à l'acte. ***Les autorités finiront donc par conditionner l'absence de sanction des pertes issues de l'ancien Système de Banque Principale, par sa disparition.***

Cette seconde approche revient à étaler dans le temps le traitement de la crise. La norme de solvabilité doit se resserrer au rythme de la reconstitution de fonds propres bancaires sur la base des seuls profits générés par les banques elles-mêmes, c'est-à-dire au rythme du redressement de l'exploitation. Outre le coût macroéconomique consécutif à cet étouffement durable de l'offre de crédit, la crédibilité de la tutelle doit être forte sur sa détermination à resserrer la norme de solvabilité. Or elle n'est pas indépendante et cette stratégie douce vise... à empêcher les faillites. Elle va alors complexifier extraordinairement sa politique prudentielle et démultiplier ses moyens de contrôle. Comme un contrôle total de l'offre de crédit est impossible, derrière la politique bancaire structurelle, il y a aussi l'idée d'asseoir la crédibilité du *durcissement à terme* sur la transparence : les banques seront amenées à adopter des comportements sains si la transparence explicite leurs dysfonctionnements, parce que cette transparence, en rendant aberrante la protection dont les banques bénéficient, permettra à la tutelle d'acquérir une indépendance de fait que ses statuts ne lui confèrent pas. Elle lui permettra de se *lier les mains* progressivement et d'imposer la solution de faillite. Le pari est donc qu'imposer aux banques les canons de la transparence du nouveau modèle les amèneront à s'aligner sur les pratiques performantes qu'il promeut, et à s'imposer elles-mêmes sur leurs nouveaux crédits la norme de solvabilité à venir.

Graphique 49, 50, 51 & 52 – Rentabilité bancaire : Japon / Etats-Unis (% actif)



Sources : OCDE : Bank profitability Database / Complété pour 2002 à 2004 par : Financial System Agency of Japan et FDIC of US,

● *Cette stratégie a-t-elle réussi ?* L'année 2006 en donne l'image. Les prêts non-performants ont presque disparu des bilans bancaires, mais, outre que l'embellie conjoncturelle y a beaucoup contribué, on a des raisons de penser que la qualité du traitement sous-jacent des emprunteurs concernés a été hâtive. Le traitement de leur passif a permis d'afficher des bilans bancaires assainis alors que nombre d'emprunteurs ont bénéficié une dernière fois des largesses bancaires. Il en résulte que les restructurations réelles à l'actif vont se faire *ex-post* et fragiliser un temps la conjoncture. La qualité des fonds propres bancaires s'est redressée, reflétant une norme de solvabilité presque normalisée au regard des standards internationaux... mais pas encore complètement, de sorte qu'à priori l'heure n'est toujours pas à la reprise du crédit. A la faveur de cette conjoncture, le coût du crédit a baissé et des émissions privées ont pu être organisées. Mais en compensant partiellement le remboursement des fonds publics injectés dans le capital des banques, les actionnaires, qui n'ont pas eu à subir des pertes en capital, ont aussi limité la dilution de leurs droits de contrôle. Cette contraction nette du capital dur réduit en retour leur incitation à redresser une rentabilité d'exploitation faible, mais qui suffit à les rémunérer. Les banques ont donc pu se dégager de l'emprise de l'Etat actionnaire, c'est-à-dire du plus puissant moyen de pression sur les établissements pour approfondir la révision de leur modèle d'exploitation, avant que les restructurations réelles des emprunteurs sauvés n'aient vraiment été engagées, et avant que cette révision du modèle bancaire ait vraiment progressé. Sa convergence sur celui employé par les grands établissements commerciaux des Etats-Unis, la banque à l'acte, le plus performant en finance libéralisée est à peine perceptible (cf. Graphique 49) : la rentabilité d'exploitation n'a toujours pas été redressée du très faible niveau qui l'a toujours caractérisée, révélant la persistance de pratiques de nantissement très sensibles aux prix des actifs patrimoniaux, la sous-facturation générale du crédit et le maintien de relations à l'engagement avec les emprunteurs pourtant peu rentables, autant de facteurs expliquant la difficulté des banques à s'ouvrir aux marchés pour développer des revenus non financiers. Au total, l'offre de crédit exercera sur le moyen terme une influence macro anormalement déstabilisante, déflationniste –si la FSA précipite la normalisation du cadre prudentiel et poursuit après cela la réforme du modèle bancaire... ce qui ne semble pas être le cas–, ou euphorisante –fragilisant alors la position de la banque centrale dans le *policy-mix*–.

- On a divisé ce chapitre en quatre parties thématiques (1) La première pose les principes de la stabilisation bancaire. On expose les principes généraux de résolution des crises bancaires, qu'on illustre ensuite par deux cas nationaux que l'on a choisis pour les similitudes avec le cas japonais sur le plan, l'un, du type de crise à traiter –Suède des années quatre-vingt-dix–, l'autre, de la méthode de résolution employée –Etats-Unis de la *New-Deal*–. Les trois autres sections se déroulent comme un schéma logique de faillite. Dans la deuxième partie du chapitre (2), on cherche à comprendre ce qu'il y a derrière ce *leitmotiv* de la littérature : « *les banques japonaises ne peuvent pas faire faillite* ». La réponse est organisée en deux parties : la procédure de faillite est-elle réaliste ? Est-elle applicable effectivement,

compte tenu de la norme de solvabilité appliquée et des statuts de la tutelle qui décide de cette norme ? On verra qu'elle ne devient possible qu'à partir de 1998, et constitue une menace effective plus tard encore, à partir de fin 2003, dans la mesure où la norme de solvabilité bancaire est relâchée. On s'intéressera alors à la manière dont le temps et la tutelle organisent son durcissement. Dans la troisième partie (3), on se demande comment la tutelle va chercher à atténuer le risque moral induit par cette situation. D'abord par un contrôle direct de la qualité des portefeuilles de crédit des banques. Ensuite, par des agencements prudentiels organisant la transparence, pour faciliter ce contrôle et pointer du doigt les dysfonctionnements bancaires révélés. Enfin, en incitant les banques à adopter des pratiques systématiques de sélection et de tarification des risques. Les deux dernières étapes dévissent peu à peu les appuis réglementaires formant le cadre institutionnel du *Système de Banque Principale*, jusqu'à amener le superviseur à élargir son objectif de stabilisation bancaire du traitement des pertes passées à l'enterrement du modèle bancaire japonais traditionnel au profit d'un modèle de banque à l'acte plus compatible avec la finance de marché. Le traitement des créances douteuses avait surtout focalisé les autorités sur la relation de crédit seule. Ce nouvel objectif élargit le chantier des ajustements prudentiels au reste de l'organisation bancaire, à sa gouvernance. La dernière partie du chapitre (4) pose donc la question suivante : comment la gouvernance des banques peut-elle être améliorée si elle ne s'appuie pas sur la menace de faillite ? D'abord, en faisant pression directement sur les directions, responsabilisées sur des contrats d'objectifs imposés par la tutelle. Ensuite, les amener à sortir de leur retranchement, en imposant par la loi une refonte de l'organisation interne des banques suivant les standards internationaux. Enfin, en activant les leviers d'influence de l'actionnaire public, entré dans le capital des banques depuis les injections en *open-bank* de 1998 et 1999. Le durcissement parallèle des conditionnalités associées à ces programmes d'injection corrige une anomalie dans la règle de faillite, et qui permettait de protéger les actionnaires et dirigeants bancaires.

- Avant d'entrer dans le vif du sujet, insistons une dernière fois sur cette construction particulière du chapitre, dans lequel le principal instrument de maîtrise de l'insolvabilité bancaire utilisé au Japon, l'injection de fonds publics en *open-bank*, fait l'objet du dernier palier de la réflexion au lieu d'être étudié dès le début, en même temps que les autres procédures de faillite à disposition de la tutelle. Les concepts théoriques développés dans la première partie et qui expliquent comment une règle de paiement se construit de manière cohérente, n'apparaissent que progressivement dans la crise bancaire. Quand l'injection en *open-bank* est mobilisée, en 1998, elle n'est pas perçue, et donc pas conçue comme une procédure de faillite. Sa mauvaise utilisation produit de l'incohérence dans la règle de paiement, donc de l'aléa moral. Ce n'est qu'à partir du moment où le superviseur s'intéresse de plus près à la qualité du traitement des créances douteuses qu'il met le doigt dessus, et que sa volonté de nettoyer les bilans se heurte de front à la mauvaise conception des programmes de sauvetage. C'est face au mur qu'il prend réellement conscience que les règles du jeu du capitalisme ont changé depuis la libéralisation financière, qu'il ne faut pas espérer une résolution de la crise bancaire avant le durcissement des droits de propriété. C'est bloqué devant ses propres contradictions que le superviseur redécouvrira que l'injection en *open-bank* n'est rien moins qu'une procédure de faillite.

1 – Quel traitement pour quel type de crise bancaire ?

1.1. La construction d'une règle de faillite pour les banques

- Cette première partie du cadrage répond à trois questions. En quoi la règle de faillite appliquée aux 'entreprises pas comme les autres' que sont banques se distingue-t-elle de celle appliquée aux autres agents économiques ? (1.1.1.) On y répond en définissant la politique prudentielle comme une règle de faillite qu'il faut penser, non comme un moyen de coordination hors du marché des ayants droit, mais comme un instrument de contrôle de l'Etat sur les actionnaires quand leurs passifs sont garantis par lui. Quels rapports la règle de faillite et la banque centrale entretiennent-elles ? (1.1.2.) On s'interroge ici sur les liens juridiques qui doivent organiser les rapports entre le superviseur bancaire et le régulateur de la liquidité, en montrant en quoi le prêt en dernier ressort et la faillite –et en particulier la faillite bancaire– sont complémentaires. Enfin, il faut distinguer dans la règle de faillite, la norme de solvabilité de la procédure elle-même (1.1.3.). Tandis que la première doit être la même pour toutes les banques, la seconde doit être adaptée en fonction du cas d'insolvabilité bancaire. Existe-t-il alors des grands principes d'organisation de cette procédure ? On y répond en distinguant d'un côté, la nature de la crise bancaire et de l'autre, le type d'établissement impliqué.

1.1.1. La règle de faillite bancaire : contrepartie de la garantie des passifs plutôt qu'instrument de recoordination hors-marché

- Parce que la stabilité bancaire est un bien public et qu'elle ne peut être garantie que par l'Etat, la règle de faillite d'entreprise doit être adaptée aux acteurs 'pas comme les autres' que sont les banques. Elle substitue à la solution du *common pool* obligatoire pour protéger les droits des créanciers, une prise de contrôle des banques par le garant de leurs passifs monétaires, graduée en fonction de leurs difficultés à respecter la norme de solvabilité officielle. C'est ce qu'on appelle la politique prudentielle. On décrit ici son ordonnancement, les méthodes existantes pour organiser le défaut d'un établissement, et comment elles se complètent dans le dispositif juridique de la faillite pour assurer sa cohérence d'ensemble. C'est donc une introduction à la logique et au vocabulaire de la faillite bancaire.
- Historiquement et théoriquement, ***les lois de faillites²²³ sont instituées pour protéger les droits des créanciers*** contre les pratiques dilatoires des emprunteurs et la recherche panique de solutions individuelles au défaut par les créanciers²²⁴. Elle impose la résolution de problèmes de coordination entre ayants droit en cas de défaillance d'un emprunteur commun en identifiant leurs intérêts privés à une solution collective. La seule légitimité du recours à une procédure légale de faillite est donc l'incapacité des créanciers à se coordonner dans un cadre amiable, au sein du marché. Elle répond à ce problème par le *common pool* obligatoire, en suspendant, le temps de trouver un accord, la règle de paiement à laquelle chaque acteur du marché est tenu de se

²²³ On entend ici par loi de faillite les procédures légales de redressement, et non celles de liquidation. La section 2.2.2. du chapitre V montre que la liquidité des marchés d'actifs réduit la distinction entre ces procédures.

²²⁴ Sgard [2002]. On se réfère ici à la présentation plus approfondie de la problématique des lois de faillite du chapitre V consacré aux procédures de redressement légal aux Etats-Unis et au Japon.

conformer (Jackson [1986]). Pendant cette période de suspension des paiements, le contrôle des actifs de l'emprunteur est transféré à la collectivité des créanciers, réunis en comité. La solution ordonnée au défaut sera alors exprimée par cette identité collective sous la forme d'un vote sur le plan de solution au défaut, qui comprend le traitement des dirigeants, des actionnaires, des actifs et du passif de l'emprunteur, dont la répartition des pertes. L'organisation de ce vote dans un cadre de faillite permet de passer de la contrainte de l'unanimité à une règle de majorité qualifiée précisée dans la procédure. Ainsi, seule la loi permet de suspendre le droit des contrats, de casser et de réécrire ces derniers. Mais pour que cette capacité à redéfinir les engagements n'entraîne pas d'abus, son usage doit sanctionner en priorité ceux qui pourraient avoir le plus intérêt à y recourir, c'est-à-dire ceux pour lesquels la prise de risque dans l'entreprise est la plus importante : l'actionnaire. La contrepartie de levée de la contrainte d'unanimité est le respect d'une règle de priorité dans l'ordre des remboursements.

- Une entreprise en défaut dépend en définitif du comportement des créanciers, qui statueront sur son sort, sous contrainte de respect du champ et des procédures de négociation prévus par la loi. ***Qu'en est-il pour une banque ?*** La ruée sur les actifs peut prendre ici deux formes, la ruée sur les dépôts, entraînant une destruction monétaire massive, et la crise de liquidité sur les marchés financiers, entraînant un risque de défaut interbancaire, et donc de rupture du système de paiement. Parce que les banques participent au fonctionnement du système de paiement et sont à la source de la création monétaire, l'instabilité de ces institutions a des conséquences systémiques contre lesquelles l'acteur public doit lutter²²⁵. Il dispose pour cela de deux dispositifs : la garantie des dépôts et le prêt en dernier ressort par la banque centrale. Le risque est alors de nourrir des comportements opportunistes de la part de banquiers déliés de la pression du marché sur leurs passifs. Le problème du déclenchement de la faillite et de sa gestion se pose donc d'une autre manière pour les banques. L'acteur public élabore un dispositif de contrôle de l'activité des banques, capable de se substituer à la pression des déposants et du marché monétaire. C'est ce que l'on désigne sous le terme de politique prudentielle. Quand la solvabilité d'une banque se détériore et/ou que sa prise de risque est jugée excessive par rapport à sa capacité d'absorption des pertes, la tutelle intervient pour que les banques rectifient leur stratégie. C'est ce qu'on appelle le dispositif d'intervention graduée, ou PCA (*Prompt Corrective Action*). Ces interventions prennent des formes variées, et de plus en plus dures à mesure que le risque d'insolvabilité grandit. Elles peuvent aller d'injonctions exigeant un changement de stratégie, au changement de dirigeants, voire à leur remplacement temporaire par un administrateur public, jusque leur forme la plus

²²⁵ Sur le risque de système, Aglietta & Moutot [1993].

extrême, l'annulation des droits des actionnaires, évincés d'une banque dont le capital est ramené à zéro. Comme dans ce cas la propriété des actifs est transférée à l'agent public garant de la stabilité bancaire et non à un comité de créanciers privés, cette forme radicale d'intervention est souvent désignée sous le terme de nationalisation, ou nationalisation provisoire.

- A ce stade de la réflexion, précisons quelques termes abondamment utilisés dans ce chapitre. Ce qu'on appelle ici *la règle de faillite pour une banque regroupe les diverses formes d'interventions de l'organisme public de tutelle visant à restreindre les droits des actionnaires*. Le premier ensemble est constitué des injonctions exigeant d'une banque de rectifier son attitude face au risque, son organisation interne, la structure ou le niveau de son capital avec, au pire, l'implication directe de la tutelle dans la gestion de la banque. Ces interventions sont encadrées par les statuts de la tutelle bancaire et précisées dans les règlements qu'elle produit. Le second ensemble est constitué de quatre formes d'interventions visant à résoudre une crise de solvabilité non-maîtrisables à court terme dans le cadre des injonctions. Leur caractéristique commune est alors une implication directe de la tutelle dans la gouvernance de la banque. Elles peut consister en une simple mise sous tutelle des fonctions de direction – administration temporaire– mais la plupart du temps, elle implique la mobilisation de fonds publics, ou de ressources privées mises en commun par les banques au sein de l'organisme de garantie des dépôts. Comme à la différence de la partie 'injonctions' du dispositif d'intervention précoce, la tutelle est ici directement impliquée, ces procédures sont précisément codifiées. Surtout, elles sont inscrites, non pas dans les textes réglementaires de la tutelle, mais dans la loi, logées soit au sein de la loi bancaire cadre, soit –et c'est le cas le plus fréquent–, dans les statuts qui régissent l'organisme d'assurance des dépôts. La différence est importante : elle implique que l'accès aux fonds publics et la manière dont l'acteur public interfère dans les affaires privées a subi l'aval du Parlement et ne peut être –en théorie comme nous le verrons– manipulé par une tutelle sous influence.

Le Tableau 5 présente une *typologie des méthodes de sauvetage* d'une banque en difficulté

(1) La première consiste à injecter des fonds publics temporairement dans l'établissement pour restaurer sa solvabilité, en maintenant les actionnaires en place. Ces opérations sont dites '*injections en open-bank*', parce qu'il n'y a pas de mise en faillite formelle, au sens d'une saisie des actifs de la banque par la tutelle. Les autres solutions de sauvetage tiennent de la faillite formelle : juridiquement, la banque est mise en faillite, les actionnaires sont évincés et les actifs sont revendus par l'Etat. La question est de savoir quand et comment ils sont revendus.

(2) Dans les procédures dites de '*fusion & acquisition assistée*' (F&A), la mise en faillite est virtuelle car l'établissement est cédé immédiatement et dans son ensemble par l'Etat, dans le cadre d'un accord de partage de pertes avec le repreneur, une banque ou un consortium d'investisseurs qui s'étaient fait connaître avant la mise en faillite²²⁶. La tutelle recourt à une variante, la vente par compartiment et liquidation, dite *Purchase & Assumption (P&A)*, quand il n'est pas possible d'arranger une F&A assistée rapidement et dans de bonnes conditions (crise de confiance des déposants et des créanciers, valorisation incertaine des actifs, absence d'acheteur du bloc). Elle prend la forme d'une reprise de tout ou partie du bilan de la banque, transféré éventuellement par blocs à des repreneurs, tandis que la licence du défaillant est levée, supprimée et la raison sociale liquidée. Cette méthode requiert souvent une injection de capital financée par le DIC, une clause de partage des pertes ou de rétrocession des actifs douteux vendus, et/ou une sortie préalable des actifs dépréciés. Comme l'Etat ne revend que progressivement les actifs, des fonds publics sont immédiatement mobilisés, déclenchant systématiquement une enquête de responsabilité par le financeur. Comme le mode d'évaluation des actifs et des pertes est le même dans les deux solutions de F&A et P&A, elles sont souvent fusionnées dans une seule et même procédure juridique dite de P&A.

(3) La troisième et ultime solution de faillite est *la nationalisation complète*. Le schéma le plus typique est celui de la *bridge-bank*. C'est une technique de résolution qui permet à une banque de poursuivre ses opérations jusqu'à ce qu'une solution définitive puisse être trouvée. La banque placée en faillite est alors fermée, placée en liquidation, et tous les actifs et passifs sont transférés à une nouvelle entité, la *bridge-bank*, qui est juridiquement une filiale bancaire à 100% de l'organisme de garantie des dépôts. Ce transfert et la liquidation de l'ancienne banque impliquent une éviction définitive des actionnaires, le déclenchement d'une enquête de responsabilité des dirigeants par l'organisme de garantie des dépôts, et les pleins pouvoirs conférés au liquidateur, qui dispose d'une discrétion totale et d'un mandat pour effectuer immédiatement la séparation immédiate des actifs sains et dépréciés. L'acteur public rechigne beaucoup à cette solution car elle l'expose particulièrement. D'abord parce qu'elle implique une mobilisation massive de fonds publics immédiatement. Ensuite parce qu'elle implique un risque de perte maximal. Pour cette raison, seuls les actifs sains sont conservés par

²²⁶ Pour poursuivre le parallèle avec les procédures de redressement d'entreprise, cette méthode de sauvetage d'une banque se rapproche beaucoup de celle du *pre-package filing* développée dans les procédures de type *Chapter 11* (CiRL dans le cas du Japon), dans laquelle une entreprise conclut un accord de rapprochement avec un sponsor dans le cadre d'un plan de redressement dont ce dernier se porte garant. Le passage par la faillite ne vise ici qu'à faciliter l'adoption du volet sur à la restructuration de la dette par les créanciers solidarisés, adoption à laquelle le *sponsor* conditionne l'accord de rapprochement (cf. annexe n°27). Pour un rapprochement bancaire assisté, le volet de restructuration de la dette est remplacé par un accord d'assistance financière par l'organisme de garantie des dépôts, conditionné, et qui peut prendre la forme de prêts, d'octroi de garanties, voire de participation publique au capital.

la *bridge-bank*, les autres étant transférés le plus vite possible à un liquidateur, une structure de cantonnement public également filiale du DIC, dédiée à la liquidation de ces actifs et/ou organisant la restructuration d'emprunteurs. Elle est alors dite *bad bank*. C'est la seule procédure qui implique systématiquement la sortie définitive des actifs dépréciés à l'origine du défaut.

- Ces procédures se complètent et ne doivent pas se concurrencer. Chacune correspond à des besoins particuliers du régulateur concernant le type d'insolvabilité bancaire, le type de crise, de sorte que ***leurs caractéristiques respectives ne doivent pas permettre d'arbitrage prudentiel***. Le Tableau 5 montre qu'elles sont chacune affectées à un cas différent d'insolvabilité. Alors que la *bridge bank* est utilisée pour des institutions de grande taille et à ramifications complexes, et pour lesquelles il n'y a pas de solution de reprise immédiate, la méthode P&A est plutôt destinée aux petites banques locales, pour lesquelles il est possible de produire une évaluation rapide des actifs et pour lesquelles une solution de reprise est facile à trouver. Quant aux injections en *open-bank*, leur manipulation est plus délicate mais comme on le voit plus bas, elles peuvent être justifiées dans certains types de crise. L'essentiel est que ce panel de solutions respecte le principe suivant lequel à une défaillance bancaire correspond un et un seul niveau de sanction, quelle que soit la méthode d'intervention choisie. Ce principe assure la continuité de la règle de faillite et son efficacité. Pour cette raison aussi, les textes légaux qui les décrivent sont rarement organisés par type de procédure mais plutôt de manière transversale et par niveau de sanction. On verra qu'au Japon, le recours aux injections en *open-bank*, parce qu'il est injustifié, s'accompagne de faibles conditionnalités. Cet arbitrage prudentiel fragmente la règle de faillite. Ce n'est que par le durcissement des conditions d'accès à ces programmes, après 2004, que la règle de faillite sera à nouveau reconstituée.

La tutelle intervient dans le cadre de ces procédures pour les déclencher et pour les gérer jusqu'à leur conclusion, au nom de l'organisme de garantie des dépôts. C'est elle qui prend le rôle du comité des créanciers dans une faillite d'entreprise, pour évaluer les actifs, rédiger un plan de redressement ou de liquidation et pour répartir les pertes. Cette construction légale a son importance, car c'est elle qui définit les marges d'indépendance de la tutelle bancaire vis-à-vis du pouvoir politique. La capacité de cette dernière à organiser une politique prudentielle viable dépend grandement de la manière dont la loi conditionne le recours à ces procédures, en particulier, en fonction de l'écart de la banque à la norme de solvabilité officielle. On voit en section 2.3. que la charte du superviseur japonais n'assure pas son indépendance et, même, va jusqu'à restreindre explicitement sa capacité à définir la norme de solvabilité bancaire, donc sa capacité à mobiliser le bon instrument de gestion de l'insolvabilité bancaire.

- Le parallèle mené jusqu'ici entre l'organisation du dispositif de gestion des crises bancaires et les procédures légales de redressement d'entreprise permet de clarifier la nature de la règle de faillite qui s'applique aux banques, en distinguant ce qui légitime son existence –le défaut de coordination– de ce qui contraint son exercice quand elle est appliquée aux établissements de crédit –la dimension systémique de la crise bancaire–. Parce qu'elle existe pour répondre à un problème de coordination entre agents individuels, le champ de la réflexion sur la règle de faillite est purement microéconomique. Dès lors qu'on assigne un objectif macroéconomique au dispositif prudentiel, la tutelle doit gérer deux objectifs pour un seul instrument. Elle est donc contrainte à des arbitrages. Elle peut donc être amenée à assouplir la règle de paiement appliquée aux banques pour préserver l'objectif macroéconomique, créant un risque moral sur les comportements bancaires²²⁷. Cette précision sur le champ d'action de la politique prudentielle permet de rejeter les discours sur une stratégie bancaire optimale qu'il faudrait voir comme une articulation entre l'intensité de la crise économique et la pression de la supervision sur le système bancaire. C'est notamment le cas de Koo [2003] qui, pour justifier les injections de fonds publics peu conditionnées de 1998-99 dans les banques japonaises, entretient la confusion entre deux notions qui ne veulent pas dire la même chose : *pression prudentielle versus mode d'intervention*. La méthode de résolution d'une crise bancaire doit être élaborée en fonction de la nature de cette crise, comme on le voit plus bas, mais le niveau de pression sur la solvabilité bancaire n'a pas lieu d'être ajusté aux conditions macroéconomiques.

1.1.2. La faillite bancaire et la régulation de la liquidité par la banque centrale

- Cette définition de la faillite comme un dispositif d'incitation micro renvoie à deux interrogations. La première est traitée dans cette section : compte tenu de la dimension systémique des comportements bancaires, une articulation doit être construite entre les deux institutions en charge de la préservation du système de paiement : la politique prudentielle et la banque centrale. Comment concevoir cette articulation techniquement, à travers les concepts économiques, et comment garantir juridiquement leur complémentarité ?
- Les chapitres II et III consacrés à la politique macroéconomique ont été l'occasion d'exposer les grands principes qui encadrent l'intervention en dernier ressort d'une banque centrale et combien, dans un cas extrême comme le Japon, la fonction de prêt en dernier ressort peut se confondre avec la politique monétaire conjoncturelle. La prise en otage d'une banque centrale

²²⁷ Quand l'Etat impose aux banques des objectifs d'encours et ou de structure sectorielle des crédits, au lieu de se borner à contrôler le niveau de la prise de risque des banques, il réduit implicitement leur capacité à maîtriser leurs risques, et par conséquent, accorde implicitement sa garantie sur cette partie non-maîtrisée des risques dans les bilans bancaires. De formelle, la norme de solvabilité devient informelle. L'assouplissement de la règle de paiement s'appuie alors sur une ambiguïté, sur laquelle les banques peuvent développer des comportements opportunistes.

statutairement contrainte d'assurer le fonctionnement du système de paiement par des autorités prudentielles laxistes mais qui sont seules à définir les conditions de maintien en activité d'une banque, est un exemple concret des rapports complémentaires qu'entretiennent les deux institutions du marché que sont le prêt en dernier ressort et la règle de faillite. Précisément, on avait conclu que les principes d'intervention de Bagehot rencontraient des difficultés d'application indépassables parce que fondés sur une norme de solvabilité *ex-ante* par définition difficile à appliquer dans une conjoncture où la crise de liquidité détruit les repères de prix, donc toute possibilité de valoriser les actifs. Le prêteur en dernier ressort (PDR) n'étant pas une institution qui se suffit à elle-même, il faut la compléter par une autre, capable de contrôler *ex-post* les risques de renflouement inconditionnel des dettes privées : un PDR surpris par une défaillance de la supervision, peut alors éviter la crise systémique en soutenant la banque en détresse, quitte à la saisir et la restructurer immédiatement après²²⁸. Le contrôle de l'aléa moral est ainsi postérieur à la stabilisation du marché et lui est logiquement distinct.

• Dans le chapitre 7 de son ouvrage, Sgard [2002] propose ***une articulation de la faillite et du PDR en trois clivages*** qui permettent de bien comprendre leur complémentarité.

(1) Le premier clivage porte sur la *résolution d'un problème de coordination*, que chacune de ces institutions est chargée de résoudre. Le prêteur en dernier ressort intervient dans le marché pour empêcher l'assèchement de la liquidité provoquée par un risque perçu de contrepartie. Il n'y a ni suspension des transactions, ni intervention dans les contrats privés. La recoordination se fait parce qu'en assurant la liquidité des actifs dans l'anonymat, la banque centrale donne aux agents un prix qu'ils peuvent utiliser comme repère pour effectuer des calculs d'optimisation. Inversement, la règle de faillite impose la suspension des règlements, la sortie du marché et

²²⁸ C'est typiquement le cas de la grande banque japonaise LTCB en octobre 1998 : la banque se déclare proche de l'insolvabilité alors qu'elle est très active sur les marchés de produits dérivés et sur les euromarchés. L'absence de procédure de faillite bancaire viable contraint la banque centrale à intervenir en urgence, apportant d'énormes quantités de liquidités en yen et en dollar aux banques nippones sur le marché interbancaire, ainsi que des avances de liquidité sans contrepartie à la banque en difficulté. Le risque de siphonage des fonds par les créanciers de la banque et parallèlement, la pression continue du marché, contraint la banque centrale à poursuivre son action de prêt en dernier ressort indéfiniment, cassant l'ambiguïté constructive de la fonction (cf. Aglietta & Moutot [1993]), si une nouvelle loi de faillite n'est pas votée immédiatement. C'est ce qui se passera. L'épisode se clôture alors par le placement de la banque, donc de ses créanciers et actionnaires, sous la loi de faillite.

L'exemple de la gestion du défaut du fonds d'arbitrage LTCM au cours de l'été 1998, cité par Sgard [2002], illustre bien la complémentarité des deux instruments. Dans la mesure où il était impossible d'attendre le défaut pour déclencher la faillite, la Fed risquait de s'engager dans une action de PDR extrêmement coûteuse et source d'un risque moral élevé, puisqu'elle est contrainte à garantir inconditionnellement la liquidation des engagements des tiers avec un fonds dont la valeur nette de marché était assurément négative. Dans la mesure où la source de la crise est clairement identifiée et son insolvabilité certaine, parallèlement à son intervention sur les marchés, la Fed a imposé aux actionnaires et créanciers de ce fonds, massivement engagés sur les marchés de taux, une réunion informelle à huis clos pour établir une clé de répartition des pertes et imposer des apports de capitaux frais pour les éponger.

conditionne le retour à l'adoption d'un accord négocié dans le cadre de la loi entre les ayants droit d'un même emprunteur en défaut.

(2) Le deuxième clivage tient à *l'information utilisée* dans chaque cas. Le prêteur en dernier ressort est toujours soumis à l'asymétrie d'information parce qu'il ne peut fonder son action sur les causes du risque systémique qu'il veut éviter, que sur une information *ex-ante*. Inversement, la règle de faillite est la solution la plus radicale à l'asymétrie informationnelle parce qu'elle profite de l'espace de négociation privilégié aménagé par la loi pour évaluer les actifs, en commençant la procédure par deux actes emblématiques : la réunion des ayants droit et le dépôt du bilan.

(3) Enfin, le troisième clivage est *l'impact recherché sur les bilans*. La banque centrale intervient de manière unilatérale et inconditionnelle, en cherchant à éviter tout effet de richesse. Elle contribue à résorber le désajustement entre les maturités à l'actif et au passif des acteurs, sans impact sur leur valeur nette actualisée, ni plus généralement, d'effet redistributif entre classes d'agents. Elle répond à une demande ponctuelle de liquidité mais ne cherche pas à modifier durablement l'équilibre du marché reflété dans les taux d'intérêt. La brièveté de l'intervention est ici essentielle. Inversement, la faillite commence par désigner et exclure l'acteur défaillant du marché. Son défaut est alors sanctionné par une intervention directe sur les droits de propriété. Le transfert de ces droits au collectif des créanciers est suivi de la reconnaissance des pertes, de leur distribution suivant une règle de priorité préétablie et négociable à la marge, et la procédure se clôt par la remise des actifs sur le marché suivant la méthode privilégiée par les créanciers.

La définition et l'usage du prêt en dernier ressort sont donc conditionnés à un environnement institutionnel rigoureux, qui n'est pas inclus dans sa constitution. Ces procédures antagoniques, l'une chargée de résoudre un problème de liquidité et l'autre de solvabilité –pour schématiser– impliquent qu'un dispositif de gestion de crise, d'une part, assigne dans les statuts de chacune des missions précises et d'autre part, organise le dialogue entre ces deux institutions et en assure la transparence pour éviter l'ambiguïté des responsabilités et des conflits potentiellement sources de risques moraux.

- La tutelle bancaire s'occupe de la politique prudentielle et doit avoir pour objectif explicite et unique la stabilité des comportements individuels des banques. De son côté, la banque centrale doit assigner uniquement un objectif macroéconomique à la politique monétaire, et l'objectif de préservation du système de paiement à la fonction de PDR. La complémentarité entre ces institutions implique que la mauvaise définition des statuts de l'une des deux institutions affecte nécessairement la capacité de l'autre à se conformer à ses propres statuts. Pour cette raison, ***l'indépendance de la banque centrale du pouvoir politique appelle aussi celle de la tutelle bancaire***. Précisément, l'indépendance de cette dernière impose, comme pour la banque centrale, que le dispositif de nomination de ses responsables les rendent insensibles aux pressions

politiques, mais aussi que le statut de ces derniers permette au public de distinguer sans ambiguïté les décisions de la tutelle de celles du Gouvernement. Dans les pouvoirs qui lui sont assignés, elle doit être capable de juger de la solvabilité des banques sans interférence ministérielle –notamment de l’administration fiscale–, et de choisir et déclencher seule toutes les actions de PCA, *y compris les procédures de faillite, qui impliquent la mobilisation de fonds publics*. Enfin et surtout, elle doit être capable de mobiliser les fonds nécessaires au financement des procédures de faillite et à ce titre, doit être capable de lever des fonds, à travers l’organisme de garantie des dépôts dont elle est la tutelle, ou sous la forme de financements de la banque centrale assortis de la garantie publique pour que les pertes privées ne soient pas financées par création monétaire²²⁹. La contrepartie de cette concentration de pouvoirs et de cette indépendance est que la tutelle, étant potentiellement source de consommation de fonds publics, doit agir en toute transparence, en particulier ses choix de procédures soumis aux contraintes d’*accountability* classiques. Enfin, compte tenu de la dépendance cruciale de l’efficacité du PDR à la norme de solvabilité en vigueur, puisque c’est l’élément sur lequel se fonde le déclenchement de la faillite, le principe de précaution veut que ***la banque centrale puisse forger et publier un jugement indépendant sur la solvabilité des participants au système de paiement***. Si la tutelle bancaire ne dispose pas d’une liberté totale en la matière, la banque centrale peut forcer l’agent public à se justifier et éventuellement déclencher la faillite. De cette manière, la banque centrale peut exercer sa fonction de PDR, ayant émis un avertissement engageant directement la tutelle, et ayant désigné la source de l’insolvabilité. Ce mécanisme est fondé sur le principe suivant lequel les marchés, en de telles circonstances, privilégient toujours l’opinion la plus conservatrice et sont encouragés à établir une distinction entre les acteurs solvables et insolubles.

Le lien qui vient d’être décrit, entre les deux institutions chargées de reconditionner les agents en cas de crise bancaire, permet de comprendre que la manière dont est organisée l’indépendance de la tutelle bancaire et de la banque centrale est absolument cruciale pour expliquer la stratégie de sortie de crise employée par un pays, ou les blocages à cette sortie de crise. Le cas du Japon est à ce titre exemplaire puisqu’à partir de 1995, la banque centrale remplace son objectif macroéconomique par un objectif de préservation du système de paiement, d’abord implicitement, puis explicitement à partir du moment où elle établit un objectif quantitatif pour la base monétaire. L’absence d’indépendance des deux institutions avant leur réforme en 1998, puis encore après pour la tutelle bancaire, explique le mauvais usage des nouveaux instruments de la faillite dont elle dispose.

- Pour conclure sur les interactions entre liquidité et faillite, relevons que ***la manière dont une banque centrale gère son objectif macromonétaire n’est pas neutre sur la politique***

²²⁹ Dans certains pays, les deux fonctions sont rassemblées sous l’autorité de la tutelle bancaire. C’est le cas des Etats-Unis, où la Fed est la tutelle de la supervision bancaire et de l’organisme d’assurance des dépôts.

prudentielle. Au niveau macroéconomique, la banque centrale agit efficacement quand, sans attendre une baisse du niveau général des prix, elle relâche sa contrainte monétaire après avoir constaté une réduction de la préférence pour la liquidité des banques produite par la baisse des prix d'actifs. On sait que le concept de préférence pour la liquidité est développé par Keynes pour exprimer l'indissociabilité entre liquidité et solvabilité dans la valorisation d'un actif (cf. Chap. I - 2.1.2.). Aussi le taux d'intérêt monétaire exprime-t-il le plancher de rentabilité des investissements à court terme autant que le coût de la liquidité. Quand la banque centrale prend en compte les prix d'actifs dans son objectif macro, elle intervient aussi dans la valorisation des bilans sans sortir du marché les acteurs les plus fragiles, leur offrant une option de sortie. Le risque moral induit par ce type d'action a été particulièrement débattu à propos de deux épisodes de l'histoire économique récente des Etats-Unis.

Le premier épisode (1990-93) est l'assouplissement sur longue période de la politique monétaire pour permettre aux grandes banques américaines, massivement engagées dans la crise de la dette latino-américaine, d'éponger leurs pertes grâce à une courbe de taux assez pentue pour générer des marges d'intermédiation épaisses²³⁰. La seconde expérience, plus récente, est la gestion de l'éclatement de la bulle des nouvelles technologies après 2000, par un relâchement monétaire rapide. Dans les deux cas, la politique prudentielle a été resserrée sur les banques. Toutefois, dans le premier cas, ce resserrement a peut-être été suffisant pour juguler le risque moral –les banques ont vite constitué des provisions massives–, mais il n'a probablement pas permis d'éviter le risque de *too-big-to-fail*. Les grandes banques ont en effet continué de distribuer des dividendes, ce qui leur a permis de se protéger du rachat malgré la fragilité de leur base en capital, alors qu'il y a de fortes chances que de plus petites banques n'aient pas bénéficié de la même attention de la part de la Fed. La pression prudentielle sur les banques fut forte lors de la seconde expérience parce que l'enjeu n'était pas là : les banques avaient cédé leurs risques sur les valeurs technologiques et hypothécaires sur les marchés. Le problème est qu'en soutenant les marchés d'actifs, la Fed encourage indirectement les banques à distribuer puis à titriser du crédit à des emprunteurs surendettés. D'une manière générale, l'action d'une banque centrale sur ses taux d'intervention modifie la qualité des bilans bancaires, conduit à des reclassements favorables d'actifs et par conséquent, affecte objectivement la capacité de la politique prudentielle à sanctionner la prise de risque excessive par les banques. Ce conflit est difficilement dépassable, en théorie comme en pratique, sauf quand les taux d'endettement atteignent des niveaux manifestement excessifs au regard des perspectives macroéconomique de moyen et long terme. Au Japon, qui est un cas

²³⁰ Cette même politique fut employée en Suède au début des années quatre-vingt-dix, mais après la nationalisation des deux plus grandes banques.

extrême, un contexte de taux monétaires nuls crée une difficulté objective à la tutelle pour seulement définir le périmètre d'une créance douteuse (cf. Encadré 20). La résolution de tels problèmes ne peut-être qu'imparfaite. On sait cependant que des contraintes de classement et de provisionnement des crédits fondées sur des critères standards de viabilité de l'exploitation et de sensibilité des équilibres financiers aux taux sont devenus des compléments nécessaires à la seule observation des équilibres financiers. C'est précisément cette approche que la tutelle japonaise tentera de développer.

1.1.3. La résolution d'une crise bancaire : les grands principes à respecter

- Après le rapport de la faillite bancaire à la liquidité, la seconde interrogation porte sur l'organisation de la faillite elle-même : Il faut distinguer la norme de solvabilité de la gestion pratique du défaut. La première dit le degré de la sanction à appliquer à la banque défaillante, tandis que la seconde dit la manière dont cette sanction doit être appliquée. On s'intéresse ici à la manière dont la tutelle se saisit d'une banque devenue insolvable. La nature particulière des banques impose au régulateur une contrainte de préservation de l'activité et de non-liquidation des actifs, qui implique une mobilisation de fonds publics et soulève des enjeux informationnels nouveaux. La manière dont ces deux problématiques interdépendantes apparaissent et doivent être maîtrisées dépend de la nature de la crise et de la liquidité de l'environnement. Il est cependant possible d'établir quelques principes simples d'organisation des procédures de faillites pour qu'elles puissent être adaptées dans tous les cas de défaut sans affecter leur efficacité microéconomique.
- Une réserve peut donc être formulée au concours de la politique monétaire pour résoudre une crise bancaire. Dans la pratique, elle a répondu à des crises ne touchant que les grandes banques. Cette méthode de résolution véhicule potentiellement un risque de *too-big-to fail*, faisant dire à certains qu'elle avait été un facteur d'encouragement à la concentration bancaire. Ce risque renvoie à un principe général de résolution de crise, qui est le principe d'équité ou d'égalité devant la faillite. L'interprétation de la règle de faillite comme un problème de *common pool* permet de montrer que cette institution n'est pas un 'autre monde', mais la continuité et le socle du marché : il y a suspension des paiements et réécriture des contrats avant remise des actifs sur le marché. D'où un principe crucial de construction de la procédure de faillite : pour ne pas être source de comportements opportunistes, elle doit produire le moins de droits nouveaux possibles. ***L'intensité de la pression prudentielle et son extrême, la sanction par la mise en faillite, ne sauraient donc discriminer les banques entre elles sur un autre critère que celui de la solvabilité.*** La taille ou l'ouverture internationale ne sauraient être facteurs de discrimination. Egalement, la solution de faillite doit respecter le plus possible la manière dont seraient traités les ayants droit si on se référait seulement à la qualité relative de leurs contrats avec l'emprunteur. ***C'est la règle de priorité dans l'ordre des remboursements*** dont il a été question plus haut et qui définit en fait l'ordre monétaire. Toute pression exercée par la tutelle sur une banque doit

prioritairement sanctionner l'actionnaire, et toute allocation de pertes à l'Etat doit préalablement être sanctionnée par l'éviction totale des actionnaires. Dès qu'on s'éloigne de ce principe d'équité sur la base duquel un marché fonctionne, les droits de propriété s'amollissent et produisent de l'aléa moral.

Une troisième doit être incorporée, qui a été mise en évidence dans la présentation des clivages entre les institutions de la faillite et du prêteur en dernier ressort : la faillite commence par le dépôt de bilan et le transfert du contrôle des actifs. Par conséquent, dès que l'Etat est financièrement impliqué dans la résolution d'une crise d'insolvabilité bancaire, il doit avoir une connaissance précise des bilans et du traitement courant de ses composantes les plus douteuses. ***Cette troisième règle tient donc au mode de contrôle du traitement des pertes*** : l'Etat doit disposer d'une capacité d'intervention sur la gestion courante de la banque et participer au choix de la méthode de traitement des pertes, voire élaborer une structure de cantonnement dédiée. Sur ce dernier point, il peut exiger une plus grande transparence sur la qualité des actifs que ce que requiert la réglementation bancaire, le transfert des actifs dépréciés à une structure dédiée en interne (séparation des comptes) pour mieux suivre la qualité de leur traitement, voire leur cession définitive au marché ou à une structure publique dédiée.

- Parce que la faillite bancaire doit être organisée sous contrainte de continuité des activités de crédit et de dépôt, et parce que ces institutions ont en plus des bilans complexes, l'enjeu informationnel est très élevé. Et plus ces enjeux sont élevés, plus il est difficile d'appréhender le coût de la faillite sous le seul angle de la sanction de l'insolvabilité, et plus il faut entrer dans les bilans. Exactement comme on le verra dans le chapitre suivant, consacré aux procédures légales de redressement d'entreprise, dès lors qu'on entre dans une logique de sauvetage, parce que la loi l'impose ou parce qu'on pense que le défaillant a une valeur de *going concern*, le traitement complet du passif n'implique plus une réallocation efficace de l'actif. La stratégie de résolution d'une crise bancaire consiste donc à rechercher la bonne articulation entre deux problématiques différentes mais qui sont interdépendantes, celles de la sanction de l'insolvabilité bancaire, affectant la gouvernance de l'établissement –injections en *open-bank* ou faillite par F&A assistée, *bridge bank*, etc.–, et celle du traitement des pertes, ciblant les pratiques de crédit et en particulier, de valorisation des prêts non-performants. Le principe de traitement équitable des banques entre elles (1^{er} principe) implique d'adapter les mécanismes d'incitation à chaque type d'établissement en difficulté en fonction de sa taille et en fonction de deux autres critères, le niveau de développement des marchés secondaires et de nature du choc bancaire, tout en se conformant aux principes transversaux d'équité des ayants droit (2^{ème} principe) et de contrôle effectif du traitement des pertes dès lors que des fonds publics sont engagés (3^{ème} principe).

Le premier critère, le niveau de développement des marchés secondaires. Quand ces marchés sont ceux de la reprise des crédits –titrisation, cession à des fonds de restructuration etc.–, ils conditionnent la facilité avec laquelle la tutelle peut vérifier la qualité du traitement des actifs d'une banque en comparant ses performances et ses pratiques de provisionnement aux prix de marché. Il permet aussi à la tutelle d'imposer des cessions immédiates de créances douteuses

sans risque de liquidation à prix forcé, pour tarir des sources de pertes dans des établissements soutenus, par exemple, grâce à des injections en *open-bank*, et sur lesquels la tutelle n'a pas un contrôle étroit. Quand ce marché secondaire est celui de la reprise de banques, il conditionne aussi la facilité avec laquelle l'actionnariat peut être sanctionné sans en venir à l'étape de la nationalisation, toujours délicate pour la tutelle. D'une manière générale, l'existence de marchés secondaires liquides réduit l'enjeu informationnel de la faillite parce que les contraintes de préservation des actifs et de continuité de l'activité bancaire ou le souci de préserver la valeur de *going concern* des emprunteurs de la banque pèsent moins sur les choix du superviseur. Par contre, quand il n'y a pas de marché secondaire des actifs improductifs, dès lors qu'une banque entre dans une procédure de sauvetage impliquant la participation publique au traitement des pertes (*bad bank*, clause de partage des pertes en P&A ou F&A assistée...), un organisme de cantonnement (*Asset Management Corp*, AMC) public doit être créé de manière à séparer la source des pertes du reste du bilan. Il s'agit de compenser l'absence de liquidité par une plus grande transparence, qui consiste ici à distinguer les effets de la sanction de l'insolvabilité sur la qualité de gestion des actifs sains des effets du traitement des actifs douteux sur leur valorisation. Mais comme le risque moral peut intervenir au moment du transfert des actifs douteux –leur survalorisation lors du transfert équivaut à une recapitalisation discrète sur fonds publics–, ***une règle d'action sur l'usage des AMC consiste à donner aux autres banques la possibilité de céder leurs actifs improductifs aux mêmes conditions que la banque sauvée.*** Cette recommandation découle du principe d'équité entre banques devant la règle de faillite et évite la concurrence déloyale. Ainsi, le libre accès à une telle structure, dès lors qu'elle est créée, avant d'être un moyen de structurer un marché de cession par centralisation des pertes, c'est un moyen de compenser l'absence de liquidité de la faillite par davantage de transparence dans la procédure.

Le second critère est la nature de la crise. Il est impossible d'être exhaustif en la matière, mais on peut avancer que les crises ont deux dimensions qui reflètent l'articulation à trouver entre le traitement du défaut bancaire et celui des pertes : le caractère systémique ou idiosyncrasique du choc bancaire et des risques induits de propagation de l'instabilité²³¹, et le caractère local/général de la baisse des prix d'actifs à la source des pertes bancaires. Dans le cas

²³¹ Suivant Hoggarth & alii [2003], on désigne par crise de système une disparition totale ou presque des fonds propres du système bancaire ou d'une catégorie homogène d'établissements sur le plan des statuts et/ou de la taille. A l'opposé, un choc idiosyncrasique se définit comme un accident bancaire isolé.

Les faillites de la Barings, de la BCCI ou de la Continental Illinois sont des accidents idiosyncrasiques, mais tandis que les deux premiers cas sont des établissements de taille modeste, le troisième désigne un établissement de grande taille à fort effet de contagion. La crise des caisses d'épargne américaines de la fin des années quatre-vingt-dix désigne par contre une crise de système (choc symétrique), mais aux risques de contagion de l'instabilité limités sur le reste du système bancaire. Enfin, la crise des *Small Banks* au Royaume Uni, les crises asiatiques, les crises bancaires scandinaves et la crise japonaise sont des crises bancaires dites générales, parce qu'elles sont des crises de système qui touchent toutes les grandes banques.

d'un choc de prix d'actif local, l'insolvabilité bancaire sera probablement jugée structurelle car découlant d'une bulle spéculative qui a éclaté et qui *a priori*, ne devrait pas se reformer. Dans le cas d'une crise générale des prix d'actifs, l'insolvabilité contient une dimension conjoncturelle, résultant d'une élévation du niveau général des risques que les banques ne peuvent pas maîtriser individuellement. Cette situation pose un gros problème de capacité à la tutelle bancaire parce qu'elle implique un retraitement des actifs dans un environnement illiquide, où toute cession a une forte résonance négative sur les prix d'actifs affichés. Mais la situation la pire à gérer est sans doute celle qui associe à cette description un choc négatif localisé sur le marché de l'immobilier. Ces actifs sont utilisés en garantie de crédits par tous les agents économiques, de sorte que la crise immobilière et du crédit à l'immobilier se mue en une crise générale du crédit et des prix d'actifs rapidement. La plupart du temps, les crises immobilières sont donc des crises bancaires générales, associant à un choc commun –crise de système– de gros risques de contagion parce que les grandes banques sont impliquées. Ce type de crises correspond aux cas scandinaves, japonais et dans une moindre mesure, des *small-banks* britanniques, ainsi qu'aux crises asiatiques, même si dans ce cas ce n'est pas l'immobilier mais le taux de change qui est le plus puissant vecteur de propagation du choc. Ce sont donc celles-là qui doivent retenir notre attention en priorité. L'enchevêtrement d'une crise locale et d'une crise générale rend difficile le diagnostic de la tutelle sur la solvabilité réelle des banques et sur la stabilité de l'exploitation. Les arbitrages de valorisation possibles (collatéral *versus* cash-flows), la difficulté de jugement sur le caractère volontaire ou involontaire de la prise de risque agrégée, enfin les risques réels de dépassement des capacités de la tutelle face à une crise de grande ampleur et requérant des solutions urgentes anti-systémiques (garantie des dépôts, PDR...), sont autant de pièges pour celle-ci conduisant à adopter des solutions de faillite trop accommodantes, volontairement ou non. A l'exact opposé de la stratégie suédoise, exemplaire, le Japon n'aurait pas pu davantage tomber dans ces travers.

Tableau 5 – Caractéristiques générales des méthodes de traitement de l'insolvabilité bancaire

	Statut de la banque	Traitement systématique de :			Séparation des actifs(a)	Usage recommandé
		Créanciers	Actionnaires	Dirigeants / gouvernance		
F&A non assistée Recapit. en interne	Modifié (absorbé) Non modifié	Inchangé	Inchangé Droits dilués	Eviction & réforme probables	Non	Établissements petits ou intermédiaires Suppose l'exploitation stable et l'insolvabilité limitée Suppose un problème de gouvernance particulier au défaillant et non général aux banques
Open-bank (injection volontaire)	Non modifié	Inchangé en général Perte sur la dette subordonnée poss.	Réduction du capital partielle probable Entrée de l'Etat poss.	Eviction probable / réforme difficile	Séparation comptable renforcée au min.	Choc temporaire de solvabilité et faibles montants engagés Chocs bancaires généraux type dépression, avec une exploitation bancaire stable ou peu touchée L'efficacité sur les grandes banques dépend de la gouvernance interne & d'un marché secondaire liquide
F&A assistée (mise en faillite)	Maintien de la licence possible Absorption de la banque en bloc	Perte sur la dette poss. / probable sur dette subord.	Nullifié en principe / réduction certaine	Eviction / réforme selon nouvelle banque	Séparation des comptes au min. Souvent clause de partage de pertes avec l'Etat	Banques petites ou intermédiaires, défauts isolés et une conjoncture financière correcte (repreneur sain) Bonne valeur de franchise même si forte insolvabilité Opacité/résistance de la gouvernance particulière au défaillant, non commune aux banques
Purchase & Assumption (P&A) (mise en faillite)	Suppression de la licence Vente de l'activité par bloc(s)	Pertes probables si P&A partielle	Nullifié Contrôle de l'Etat temporaire	Eviction / réforme incertaine	Séparation des comptes au min. Souvent externalisation	Quand la F&A assistée immédiate n'est pas possible Chocs de solvabilité soudains et brutaux Si le système comptable et l'organisation bancaire permettent la valorisation par compartiments
Bridge bank (mise en faillite)	Suspension de la licence	Pertes très probables	Nullifié Contrôle de l'Etat	Eviction / Réforme	Externalisation	Pour les banques très grandes et/ou très complexes Cas d'insolvabilité certaine mais dure à évaluer
Liquidation	Disparition	Pertes	Nullifié	Supprimés	Externalisation	Petits établissements et modestes mutuelles

(a) La séparation des actifs dépréciés et sains peut être (i) comptable, (ii) juridique mais interne –structures de cantonnement privées séparées–, (iii) par cession définitive des pertes –externalisation–.

- Pour normaliser cet exposé, le tableau ci-dessus, présente les modes de résolution de l'insolvabilité bancaire et leurs caractéristiques générales, relativement aux trois grands principes énoncés : l'équité entre banques, la hiérarchie des ayants droit et le mode de contrôle du traitement des pertes²³². Il permet de définir quelques grands principes d'organisation de la faillite bancaire. Précisons qu'à l'exception de celles relatives aux méthodes impliquant un transfert définitif de la banque à l'Etat, ces caractéristiques ne sont pas des règles systématiques, mais des usages généraux constatés²³³. Les variantes sont importantes, selon la nature des crises, les dispositifs légaux existants et la politique bancaire dictée par la tutelle.

Que peut on dire sur les usages généraux des diverses procédures existantes ? En sus des commentaires présentés dans le tableau, on peut noter que plus la crise est de taille systémique, plus les risques de contagion sont importants, les problèmes de gouvernance généraux et la conjoncture financière déprimée, moins les solutions privées ou passant par des rapprochements assistés (F&A assistée ou P&A) sont viables. Le schéma de la *bridge-bank* a été élaboré pour répondre spécifiquement aux défauts de grande taille, avec de forts risques de contagion. Leurs taille et structure complexes ne permettent pas de trouver de solutions de marché rapides, même avec une assistance financière, parce que l'évaluation des pertes et des chances de redressement est difficile et la surveillance des plans d'assainissement malaisée. C'est donc un bon moyen de lutte contre le *too-big-to-fail* sans s'engager dans une nationalisation durable. Les solutions d'injection de fonds stables *open-bank*, à la différence de celles passant par la faillite légale, ne sont en principe accessibles qu'aux banques solvables mais rencontrant des difficultés jugées temporaires par la tutelle. La nature et l'importance des fonds injectés dépendent donc en premier lieu de l'évaluation de cette solvabilité, mais par définition, ces fonds ne doivent pas être importants. L'injection peut passer de la souscription à des émissions de fonds Tier 2 (TDS) et/ou à des fonds Tier 1, ces derniers pouvant être soit sous forme d'actions à dividendes prioritaires, évitant la dilution des droits de votes et l'intervention de la tutelle dans la gestion courante, soit sous forme d'actions classiques donnant la majorité des droits de vote. Dans ce dernier cas, on se rapproche de la solution de faillite, à ceci près que le capital des actionnaires n'est pas nécessairement annulé et que la tutelle ne peut pas agir aussi librement et aussi vite que dans la solution de faillite pour remodeler la structure actionnariale, l'organisation interne de la banque et d'une manière générale, pour maîtriser la gestion courante et le traitement des

²³² Ce dernier dépend d'un grand nombre d'éléments, dont le traitement des dirigeants, la capacité à remodeler la gouvernance de la banque, le mode de séparation des actifs et la participation de l'Etat à l'actionariat.

²³³ Cf. Hoggarth & alii [2002], BIS [2002], BIS [2004], Hoelscher & Quintyn [2003], OECD [2001], Caprio & Klingebiel [1996] et De Bonis & Alii [1999] pour des études transversales et sur les principes généraux, Lindgren & alii [2000] pour la crise asiatique ainsi que les références présentées plus bas sur les crises scandinaves.

défauts²³⁴. S'il existe une variété infinie d'accords détaillant la forme et les conditionnalités associées à une procédure d'injection en *open-bank*, la faiblesse structurelle de ce type de solution est d'associer le fait de reposer sur le volontariat des banques au maintien en place des actionnaires comme règle de principe, puisque sur le principe la banque n'est pas structurellement insolvable. Il s'ensuit que l'apport de fonds publics est potentiellement source d'un risque moral élevé, qui n'existe pas dans les procédures de faillite *stricto-censu*s. Le principe du volontariat peut mettre une tutelle peu encline à recourir à la nationalisation en position de faiblesse excessive pour négocier les conditionnalités associées à l'injection, et en particulier le plan de traitement des pertes. Pour cette raison, ces programmes sont rarement des injections de capitaux propres sous forme d'actions ordinaires émises en quantité suffisante pour donner la majorité à l'Etat, mais sous forme d'ADP ou de TDS assorties de droits de conversion en actions ordinaires. Ceci conduit donc à reconnaître une dernière limite à cet instrument : ils sont d'autant plus difficiles à manier que le contrôle du traitement des pertes par la tutelle est lourd, c'est-à-dire que les marchés secondaires du crédit sont peu développés, les structures de gouvernance indépendantes de l'actionariat et la structure bancaire interne propice aux maquillages comptables. Ce sont les problèmes classiques des grandes banques. Dans ces circonstances, les risques moraux associés aux injections (*gamble for resurrection*) sont importants. De fait, dans les crises contemporaines au sein de l'OCDE, ces solutions sont plutôt utilisées quand la tutelle n'a pas de connaissances suffisantes en matière de gestion d'une banque ou quand la procédure de faillite légale est soit trop ancienne et non-maniable, soit du ressort politique.

Le risque porté par ces opérations d'*open-bank* est en définitif qu'elles laissent souvent une marge de manœuvre trop large à la négociation. Ces procédures sont rarement standardisées et la plupart du temps –dont au Japon–, leur loi-cadre impose peu de conditionnalités non-négociables en matière de traitement des pertes et du dirigeant, par exemple. Ce sont donc des portes ouvertes aux recapitalisations mal conditionnées si le superviseur n'est pas complètement indépendant. On en vient alors à un quatrième et dernier principe de résolution, qui est avancé par Goodhart & alii [1998-Chap. 7] suivant lequel dans ces crises générales, ***les règles d'action du superviseur doivent être simples et complètes, minimisant la marge de manœuvre discrétionnaire.*** Autrement dit, l'approche doit être systématique, tant dans le mode de résolution de l'insolvabilité bancaire que dans le choix de traitement des actifs douteux.

²³⁴ Les barrières peuvent résulter de minorités de blocage actives dans l'actionariat ancien. D'une manière générale, les freins tiennent au fait qu'en *open-bank* les droits de l'actionnaire majoritaire sont encadrés par la législation des entreprises, le droit du travail..., alors qu'un administrateur provisoire dans une procédure de type *bridge-bank* concentre tous les droits de la structure de gouvernance.

1.2. Deux cas opposés de crise bancaire : la Suède en 1990 et les Etats-Unis en 1933

- La partie précédente a permis de définir les principes généraux qui doivent guider la résolution d'une crise bancaire. Ils intègrent à la fois des normes de construction de la règle de faillite, qui doivent commander l'usage des différentes solutions possibles à une crise de solvabilité bancaire, et des normes de construction de l'appareil institutionnel qui doit les mettre en œuvre. On a vu sur ce point qu'il ne s'agissait pas seulement de l'indépendance de la tutelle et son organisme d'assurance de dépôts. Il faut aussi assurer l'indépendance de la banque centrale et définir comment les missions de chacune s'articulent entre elles. Ces recommandations sont à la fois des principes théoriques et le constat de vingt-cinq années riches en crises bancaires, depuis l'enclenchement du mouvement de libéralisation financière. La note 233 fournit des références littéraires sur les expériences de résolution de crise, dont sont sorties ces recommandations. Dans les cas de succès les plus marquants parmi les pays de l'OCDE touchés par une crise comparable à celle du Japon, la stratégie employée applique ce triptyque : (1) nationalisation plutôt qu'injections en *open-bank* quand les solutions de marché ne sont pas possibles (F&A et P&A), (2) incitation forte à l'externalisation des pertes, centralisées dans une structure de cantonnement publique ouverte, (3) le tout conduit par une tutelle préalablement réformée et distribuant de l'information à grande échelle. Le troisième point est nettement perçu comme la clé pour cimenter un consensus politique autour duquel la crise bancaire peut être résolue efficacement.

- La première section (1.2.1.) présente la gestion de la crise bancaire suédoise de 1990-93. Cette crise se rapproche de celle du Japon par sa nature. Elle est toutefois son pendant. Tandis que le Japon est le seul pays de l'OCDE toujours dans le cycle financier des bulles des années quatre-vingt, le traitement de la crise en Suède, emblématique des principes exposés ci-dessus, est considéré dans la littérature comme le plus remarquable en comparaison internationale, tant par la vitesse que par le faible coût de résolution de la crise, en terme de coût net direct de la stabilisation bancaire et en terme de soutien indirect à la croissance²³⁵. C'est la solution de nationalisation et de traitement centralisé des pertes. La seconde section (1.2.2.) est consacrée au traitement de l'insolvabilité du système bancaire américain en 1933, parce que cette fois-ci, le parallèle avec le Japon se place au niveau de la stratégie de résolution adoptée : l'injection en *open-bank* avec traitement décentralisé des pertes, radicalement opposée à la stratégie suédoise. Employée au sortir de la Grande Dépression, elle a été remarquable par son ampleur, par sa rapidité d'exécution et par son efficacité, mais elle était conçue pour résoudre un type de crise différent de celui du Japon. Employée dans ce dernier pays, elle donnera un résultat médiocre.

1.2.1. Les crises de régulation contemporaines et le cas exemplaire suédois : faillite, externalisation et centralisation des pertes

- Comme au Japon, il s'agit de gérer une crise de système impliquant toutes les banques commerciales, dont les plus importantes, à la suite de l'éclatement d'une bulle immobilière et

²³⁵ Pour une présentation détaillée de cette crise, se référer à l'annexe III des Etudes Economiques de l'OCDE de 1994 sur la Suède, à Castello-Branco & alii [1996], Drees & Pazarbasioglu [1995] et au document BIS [2004].

boursière de grande amplitude. **Sa résolution se déroule en quatre phases.** Dans la première, soit dès l'année suivant l'éclatement de la bulle, plusieurs institutions financières non bancaires spécialisées dans l'immobilier tombent en faillite. Ces faillites sont précoces parce que la réglementation contraint ces institutions à se financer en majorité par des émissions de papiers commerciaux à court terme. La chute vertigineuse des prix de l'immobilier²³⁶ paralyse ce marché et provoque leur défaut sans que les banques, leurs principaux actionnaires, puissent empêcher la faillite²³⁷. Une seconde phase est enclenchée quand, à l'automne 1991, les troisième et quatrième banques du pays s'avèrent incapables de respecter les ratios de solvabilité qui viennent d'être instaurés. La détention de passifs en devises par les banques contraint l'Etat à des mesures fortes : la nationalisation ferme, et le cantonnement immédiat des actifs douteux dans des *bad banks* chargées de les liquider, SECURUM & RETRIVA. Les fonds mobilisés pour racheter ces éléments douteux et recapitaliser la partie saine de la banque s'élèvent à 2% du PIB. En 1993, les deux *bad banks* sont fusionnées pour former un organisme de rachat ouvert à toutes les banques, et les *good banks* également fusionnées pour former une grande banque nationalisée. Un autre événement majeur est que la seconde nationalisation conduit l'ancien actionnaire principal à la faillite, sans que l'Etat intervienne. Une troisième phase s'ouvre avec le relèvement des taux d'intérêt imposé par les tensions sur le système monétaire européen, dans une économie déjà en dépression. En provoquant une rupture des lignes d'eurocrédits en devise aux banques suédoises, la crise atteint une nouvelle intensité et le risque est un credit-crunch généralisé. La banque centrale est contrainte de lâcher son change fixe. La couronne se déprécie de 20% au cours de l'hiver 1992-93 et provoque une hausse des créances douteuses par la faillite d'entreprises endettées en devises. Dès l'abandon du peg, les autorités s'avisent du danger. En même temps qu'elles instaurent une garantie totale des passifs bancaires, elles mettent en place des règles systématiques de gestion de l'insolvabilité. Enfin, la quatrième et ultime phase commence en mai 1993 par la mise en place d'une Agence indépendante pour la restructuration du système bancaire. Ces aides incluent des injections en *open-bank*, des octrois de garanties sur prêts privés et, ce qui fait l'essentiel des fonds publics mobilisés, des rachats d'actifs dépréciés. Le total des fonds mobilisés *ex-ante* pour stabiliser le système bancaire aura été de 88 milliards SKr, soit 5,9% du PIB. Mais le coût budgétaire direct total est réellement de 61 milliards SKr (4,2% du PIB). En 1993, on pensait que l'Etat allait mettre 15 ans à rentrer dans ses fonds. En 1996, avec la revente des actions bancaires qu'il détient, le coût budgétaire tombe à 2,1% du PIB puis à moins de 1,5% grâce à la remontée des taux de recouvrement sur pertes. Enfin, le système bancaire est redevenu rentable dès 94 et l'économie s'est engagée sur un nouveau cycle.

²³⁶ Si au Japon la chute des prix de l'immobilier peut dépasser 90% dans certains segments, en Suède, sur 1990-93, elle atteint 45% pour le logement et 70% pour le commercial. L'indice boursier est divisé par deux. Cette chute plus rapide qu'au Japon crée bel et bien un problème d'évaluation des actifs.

²³⁷ Les augmentations de capital sont trop coûteuses en fonds propres en temps de crise, lourdes à mettre en place et ne peuvent pas être dissimulées comme des renégociations de dette.

• L'exemple suédois –et son envers japonais– montre que ***le coût d'une crise dépend avant tout de la rapidité avec laquelle elle est traitée, et n'a que peu de rapport avec l'ampleur des fonds publics initialement engagés.*** La disponibilité de ces apports ne doit donc jamais être un frein à la politique bancaire. On retrouve aussi les principes de gestion de crise évoqués plus haut : la nationalisation pour les grandes banques et la liquidation pour les petites sont la solution dominante. Des opérations d'*open-bank* ont bien été tentées auparavant sur les grandes banques, mais l'importance des fonds nécessaires pour chacune a conduit l'Etat à les abandonner comme outil privilégié de gestion de l'insolvabilité. Les injections servent surtout à aider les banques à passer la période de tensions sur les marchés de devises. Pour les plus petites banques, elles ont aussi pour objectif de contraindre les actionnaires à les renflouer en accroissant leurs engagements, et à les fusionner parce que trop modestes pour être rentables. Y sont associées des conditions dures et systématisées : l'éviction des dirigeants et la réduction drastique du capital des actionnaires sont inscrites dans la loi-cadre de la procédure ; des objectifs de réorganisation interne, en particulier d'introduction de systèmes standards de contrôle interne prédéfinis, sont systématiquement imposés et le déclenchement systématique de la faillite prévu au-delà d'un délai explicite ; enfin, les fonds et les garanties apportés sont obligatoirement de petits montants²³⁸. Pour presser les banques à souscrire à ces programmes durs, la nationalisation de deux grandes banques dès la deuxième année de crise a servi de menace crédible²³⁹. Surtout, la tutelle a pu se servir d'une loi spéciale l'autorisant à racheter les actions d'une banque en difficulté sans l'avis des actionnaires et à un prix qu'elle évalue seule –hors-marché–, avec pour principe de valorisation l'évaluation de la banque sans intervention publique. Les comportements opportunistes sont alors évités et les injections *de facto* imposées et inconditionnelles.

• ***Comment se fait-il que l'ampleur des pertes a été rapidement perçue et la réaction si prompte ?*** Prosaiquement, il y a d'abord la pression des marchés en devises sur une dette externe privée massive. Mais celle-ci ne devient forte qu'après les deux premières nationalisations. Il y a aussi le fait que l'insolvabilité des non-banques ne peut pas être dissimulée par les établissements de crédit en constituant des pyramides financières. Le problème de 'immobilier' apparaît donc immédiatement sur la place publique, ce qui est crucial. Plus structurellement, Drees & Pazarbasioglu [1995], Ingves & Lind [1996] ainsi que l'OCDE [1994] insistent sur le fait que le cadre de supervision avait déjà fait l'objet d'une réforme avant la crise : une tutelle bancaire réformée et rendue très indépendante rend la pression des nouveaux ratios de solvabilité sur les banques effective. Cette organisation, en déclenchant seule la garantie publique sur les passifs

²³⁸ Les deux premières nationalisations auront coûté 98% du total des fonds publics finalement utilisés.

²³⁹ La règle d'équité n'est pas strictement respectée pour la nationalisation de Gota Bank, pour laquelle la réduction à zéro du capital s'applique seulement aux actionnaires privés principaux. Le risque de *too-big to fail* est cependant limité. Ce traitement exceptionnel est justifié par la participation de l'Etat au capital avant la crise.

bancaires et en distribuant abondamment l'information au public, a forcé la formation d'un consensus politique stable et la création d'une agence de restructuration²⁴⁰. Au Japon, jusque son démantèlement, en 1998, le Ministère des Finances cultive le secret. La tutelle est réformée huit ans après le début de la crise et son indépendance n'est pas encore garantie. Les règles de comportement sont également simples et énoncées *ex-ante*, à la différence du Japon. La valorisation des actifs rachetés par les structures de cantonnement et les procédures de cession sont uniques et validées par la tutelle, et celle-ci déclare d'emblée que les bonnes banques seront soutenues et les mauvaises fermées ou fusionnées.

Sur le traitement de l'insolvabilité, la clé du succès est donc une autorité de supervision indépendante et très transparente, appliquant des méthodes standardisées pour tous les dispositifs d'aide, donc non-négociables, et disposant d'une procédure de mise en faillite applicable, de type *bridge-bank*²⁴¹. Surtout, les procédures d'*open-bank* sont très limitées et de facto imposées par la tutelle. Sur le traitement des pertes, les structures de cantonnement créées sont d'abord des *bad banks*. La raison en est qu'au début de la crise, les pertes sont concentrées dans les non-banques et dans des crédits logement ou à des promoteurs immobiliers. Ces derniers sont faciles à traiter et les risques moraux sont réduits dans l'environnement prudentiel suédois. Quant aux non-banques, les faillites sont déclenchées sans que les établissements de crédit puissent les empêcher, imposant leur traitement via une procédure légale de faillite. Trois ans de dépression et l'effet dévastateur de la dévaluation sur la solvabilité d'autres secteurs compliquent le traitement des pertes par les banques parce que les cas sont plus variés et complexes. SECURUM a pu commencer à acquérir des créances douteuses de banques en activité. C'est en fait la principale forme de mobilisation des fonds publics, hors les deux nationalisations. Il s'agit de permettre aux banques de concentrer leurs ressources sur leurs nouveaux crédits et de créer un marché secondaire liquide, que seul peut faire un acteur centralisant les pertes et capable de standardiser les émissions. Au-delà de ces arguments, la transformation des *bad banks* en structures de cantonnement ouvertes est la réponse politique directe aux critiques sur les conditions de rachat des actifs improductifs aux banques nationalisées, jugées trop favorables et biaisant la concurrence en faveur de celles-ci. L'argument mérite d'être retenu. On y revient en section 4.2.

- La crise japonaise ressemble sur beaucoup de points à la crise suédoise. C'est une crise classique de transition de régime financier, qui produit une bulle puis une chute exceptionnelles des cours boursiers et de l'immobilier dans lesquelles les banques commerciales sont engagées massivement et directement. Les problèmes de résolution, au départ, sont les mêmes : ceux d'une crise générale et structurelle sans marché liquide de cession d'actifs. Comme la Suède avec la dévaluation, les défaillances sur le crédit touchent un nombre croissant de secteurs à mesure que la crise se prolonge, de sorte qu'elle commence par changer de nature. La Suède est intervenue précocement, mais au Japon, la crise a bel et bien changé de nature et est devenue générale. Le niveau élevé d'endettement

²⁴⁰ Il n'y a pas d'organisme d'assurance des dépôts avant 1995.

²⁴¹ Le terme officiel est *Public Administration Scheme*.

moyen des entreprises nippones n'était pas en soi un facteur de crise bancaire, mais plutôt un problème de gestion macroéconomique du désendettement, comme dans de nombreux pays à la fin des années quatre-vingt. Après sept ans de crise, il l'est devenu pour deux raisons. La première est que les banques ont encouragé le maintien de cette situation pour préserver leurs revenus d'intérêt et ainsi éponger à un rythme très lent, leurs pertes sur l'immobilier. Il s'en est suivi un risque moral passant du soutien aux promoteurs insolubles au soutien à des entreprises dont le surendettement persistant a fini par affecter l'exploitation. La seconde raison est que ce risque moral produit des défauts quand la libéralisation des services est engagée en 1997 par le Gouvernement. Elle constitue alors un choc bancaire nouveau qui étend la crise du crédit. Ce changement de nature de la crise pose un problème nouveau à la politique bancaire. L'évaluation de la qualité des crédits devient plus difficile et le traitement des emprunteurs défaillants plus complexe et coûteux en moyens physiques et en expertise. A moins d'un fort durcissement de la règle de paiement appliquée aux banques, celles-ci opposent une résistance volontaire à l'assainissement, mais aussi involontaire, parce qu'il est plus difficile pour elles de comprendre ce qui se passe dans leurs bilans. Le traitement de la crise doit-il pour autant être différent de celui de la Suède ? Au contraire, il est plus nécessaire que jamais de sanctionner l'actionnaire et sortir les pertes des bilans bancaires. La solution adoptée par le Japon, le refus de la faillite, l'injection par *open-bank* généralisée et le traitement des pertes en interne, inadaptés au début de la crise, sont encore plus dangereux après plus de dix ans de récession et une politique monétaire ultra-expansionniste. Seuls les Etats-Unis ont recouru à cette stratégie, mais c'était en 1933, et dans un contexte strictement opposé, précisément, d'extrême durcissement de la règle de paiement²⁴².

1.2.2. La crise bancaire conjoncturelle de 1933 aux Etats-Unis : soutien par injections en *open-bank* et traitement décentralisé des pertes

- La première section de ce chapitre a permis de comprendre que toute mobilisation de fonds publics pour sauver une banque est assimilable dans sa construction à celle d'une faillite. L'acte premier de la faillite étant de sortir la banque du marché et de 'déposer le bilan', un programme d'assistance est menacé dès lors que la stabilité des passifs n'est pas assurée. Comme en Suède, comme au Japon, comme dans toutes les crises bancaires nationales, le vrai point de départ de la résolution de la crise bancaire en 1933-34 est l'instauration de la garantie publique sur les dépôts. Le problème est alors de parvenir à rendre crédible la règle de faillite dans cet environnement protecteur. Pour préserver la qualité de l'ordre monétaire, la garantie publique et les programmes de recapitalisation, comme règle de sanction de l'insolvabilité, doivent aller de paire. C'est un principe théorique rarement respecté. Or, en mars 1933, le gouvernement américain ne peut faire autrement que de dissocier ces deux actes.

La dernière grande crise bancaire est stoppée le 6 mars 1933 par un décret présidentiel imposant un *National Bank Holiday*. Son caractère exceptionnel tient à ce qu'il ne s'agit plus de suspendre temporairement et localement la conversion des dépôts en billets et en or, comme dans les années précédentes, mais de fermer pour une durée indéterminée les marchés et l'ensemble du système bancaire, jusqu'au système de paiement interbancaire. Une telle situation n'est pas

²⁴² Parmi les crises contemporaines au sein de l'OCDE, ce choix n'est guère effectué que dans quelques cas d'insolvabilité de banques isolées, et la procédure est presque toujours clôturée par la reprise de la banque aidée par un établissement sain (Bank of New England en 1991 : De Bonis & alii [1999]).

tenable. En même temps, si l'origine des crises n'est pas traitée, elles risquent de réapparaître. Parallèlement aux réformes monétaires (cf. Chap. III – 2.1.1.), il faut traiter l'insolvabilité des banques et stabiliser la demande de dépôt. Le 9 mars, l'*Emergency Banking Act* est voté, instaurant, entre autres, un système de garantie des dépôts (*Federal Deposit Insurance Corp.*) ainsi qu'un plan de recapitalisation bancaire géré par un organisme de restructuration bancaire indépendant créé un an plus tôt, la *Reconstruction Finance Corp.* (RFC)²⁴³. En même temps, le Président Roosevelt s'engage publiquement à ce que les banques qui vont rouvrir prochainement sont solvables (Roosevelt [1933a et b]). Il apporte ainsi la garantie publique sur les dépôts pour les dix mois qui séparent la reprise des activités bancaires de l'ouverture officielle du FDIC, en janvier 1934.

- Le *bank holiday* aura duré une semaine²⁴⁴, pendant laquelle il était impossible d'évaluer sérieusement la solvabilité des 17 500 banques américaines. Les accords de licence sont donc octroyés sur la base de '*la conviction des autorités*'. Le 15 mars, 50% des banques en obtiennent une, représentant 90% des dépôts du pays. Les autres sont placées sous l'administration provisoire de la RFC et leur réouverture est conditionnée au vote d'un plan de restructuration par les créanciers et actionnaires selon les règles classiques des lois de faillites, incluant une participation majoritaire de la RFC au capital. La possibilité de restriction de licence pour les banques rouvertes dont la solvabilité est douteuse n'aura pas été utilisée car jugée dommageable pour la confiance, mais elle avait été prévue. Quand tout le système bancaire est rouvert en octobre 1933, 2 300 petits établissements ont été liquidés ou absorbés²⁴⁵, mais la RFC estime que 5 000 banques sous capitalisées sont en activité, incluant des banques importantes (Vicker [1996]).

Il est impossible de remédier à cette situation en procédant à des mises en faillite à grande échelle²⁴⁶. En même temps, la conclusion des accords de restructuration pour la réouverture des banques entre avril et octobre 1933 est grandement facilitée par la remontée spectaculaire des prix des matières premières et des revenus agricoles. Ceci nourrit l'idée, nouvelle à l'époque, que l'insolvabilité bancaire n'est pas toujours la conséquence de prises de risque excessives, mais peut résulter d'un effondrement exceptionnel de l'ensemble des prix d'actifs, incontrôlable au niveau individuel d'une banque²⁴⁷. Cette aversion est entretenue par une forte discipline de marché, grâce à une pression permanente des actionnaires et des déposants et une menace réelle de faillite. La vitesse de dégradation d'une créance limite aussi les possibilités de dissimulation par retraitement des dettes. Anari, Kolari & Mason [2000] montrent que dans un environnement très dégradé, les

²⁴³ cf. annexe n°3 pour l'ensemble des réformes engagées dans le cadre de la *New-Deal*.

²⁴⁴ Pour les conditions de réouvertures, voir *Emergency Banking Act* du 9 mars 1933 sur le site de la Fed.

²⁴⁵ 3/5^{ème} des banques non membres du Système sont rouvertes, représentant 3/8^{ème} des dépôts de cet ensemble.

²⁴⁶ Dans les solutions de faillite légale, la nationalisation est rejetée à l'époque et le schéma de *bridge-bank* n'existe pas compte tenu des moyens de traitement de l'époque. Le recours aux F&A assistées est limité vu le caractère général de la crise et les contraintes territoriales d'activité imposées par le *Glass-Steagall Act*. Restent alors la restructuration sous la loi de faillite, longue et imposant le gel de grandes quantités de passifs, et la liquidation pure et simple.

²⁴⁷ Calomiris & Masson [2000,2001], Vicker [1996], Anari & alii [2000], White [1986], Keehn & Smiley [1988,1993].

banques ont même exercé de très fortes pressions à la liquidation des actifs douteux (*pro-tracted bank asset management*). L'insolvabilité bancaire est donc un problème transitoire plus que structurel et l'enjeu n'est pas, à la différence du Japon, la refonte des modèles bancaires et de gouvernance d'entreprises. La recapitalisation par injections en *open-bank* est donc viable.

• **Le succès de la RFC est aujourd'hui largement admis.** Il y a deux manières de l'interpréter. La première repose sur l'idée que non seulement l'instrument est bien choisi, mais qu'il est aussi bien calibré. Il observe en effet les règles énoncées plus haut. Les accords reposent sur des règles simples et systématiques qui limitent le transfert des risques à la RFC (Masson [2001]). Celle-ci doit systématiquement détenir une part du capital de la banque qui lui permet d'exercer des pouvoirs équivalents à ceux d'un administrateur provisoire, et l'encours des prêts octroyés en plus (dette convertible) est strictement limité pour ne pas suffire à la remise à flot d'un établissement excessivement insolvable. Des réductions massives du capital des actionnaires sont imposées et la fixation des taux et rendements permet également de ne sélectionner *ex-ante* que ceux faiblement insolubles²⁴⁸. Outre les contraintes actionnariales, le contrôle *ex-post* des risques est limité par un plan de restructuration voté à l'avance par les actionnaires, par le statut des dividendes des ADP, *senior* par rapport aux autres dividendes, et par l'obligation de les asseoir sur les bénéfices courants. Également, à l'opposé du cas japonais, les conversions de dette en actions et exercices de droits de votes peuvent être effectuées à tout moment. La RFC ne s'en privera pas.

La qualité du programme n'explique pas à elle seule le succès de la restructuration bancaire. Calomiris & Masson [2001] calculent que les banques ayant bénéficié du soutien de la RFC étaient beaucoup plus en danger de fermeture en 1933 que celles qui n'en n'ont pas bénéficié. Mais la probabilité de faillite des banques soutenues a chuté beaucoup plus vite que celle des banques non-soutenues entre 1933 et 1934. Et cette évolution accélérée des premières s'est accompagnée d'une baisse plus nette des dividendes versés, d'une contraction des actifs totaux plus forte et d'une baisse limitée du ratio de capital/actifs. Le programme ADP a surtout l'avantage de réduire l'exposition au risque de ruée bancaire pendant la période d'ajustement des bilans en abaissant le niveau du risque de défaut des déposants.

L'efficacité des programmes de la RFC s'évalue par les défauts de banques secourues. La seconde manière d'interpréter le succès de la RFC est donc de le juger à l'aune des comportements bancaires. On sait qu'avant mars 1933, le problème n'est pas l'aléa moral mais l'aversion excessive au risque. En outre, malgré la remise en activité de nombre de banques sous-capitalisées après mars 1933 et malgré la garantie des dépôts, la discipline de marché s'exerce toujours fortement. Cette garantie apportée par Roosevelt en mars 1933 est remplacée par celle de la FDIC le 1^{er}

²⁴⁸ Les dividendes requis par la RFC étaient inférieurs de 1% à ceux observés sur le marché, et au-dessus des taux courts sur les crédits commerciaux (Calomiris & Masson [2001-tab.9]). Ceci rendait le programme attractif pour les banques peu insolubles et n'ayant pas à craindre une intervention excessive de la RFC sur le plan d'assainissement.

janvier 1934. Or la restriction de sa couverture aux petits déposants est crédible et suffisante pour continuer d'exercer une pression sur les banques²⁴⁹. Egalement, leur admission au FDIC est soumise à un nouveau contrôle de leur solvabilité, cette fois-ci mieux préparé²⁵⁰. En cas de rejet, la banque est exclue du Système de la Réserve, ce qui conduit à sa disparition certaine. Enfin, dans les statuts de 1933, la FDIC est un organisme temporaire, de sorte que la garantie des dépôts disparaît à terme. Cette discipline de marché est alors assise sur la menace réelle que constitue le risque de faillite après mars 1933, et dans de tels cas, le risque n'est pas la nationalisation mais la liquidation, ce qui motive tous les échelons de la hiérarchie de la banque. Le contexte monétaire joue également un grand rôle pour maintenir la discipline de marché. Pendant la *New-Deal*, la Fed continue d'exercer une influence déstabilisante sur le système bancaire, ce qui fait douter de sa volonté à exercer ses fonctions de prêteur en dernier ressort (cf. Chap. III – 4.1.3.). Les pressions de marché résultantes incitent les banques à conserver une structure d'actifs ultra-conservatrice. Du côté des passifs, pour éviter une concurrence destructrice, la rémunération des dépôts à vue est interdite et celle des dépôts à terme plafonnée²⁵¹.

- Le programme de la RFC est à la fois bien conçu et introduit dans un environnement traumatisé par la crise et qui réduit fortement les risques de comportements opportunistes. C'est précisément la raison pour laquelle il ne fut pas facilement adopté par les banques. On touche alors à ***une seconde difficulté qui tient au caractère facultatif de ce type de programme.*** Elle est révélatrice des difficultés qu'aura la tutelle bancaire japonaise pour s'imposer aux banques. Durant les trois premières semaines suivant la fin du *National Bank Holiday*, seulement quatre banques de taille nationale participent au programme d'injections en ADP, cinquante seulement au deuxième trimestre 1933. Pourtant, les banques rouvertes sont sous-capitalisées. En octobre, elles sont 5 000 dans ce cas selon le Président de la RFC, Jesse Jones (Olson [1988]).

Les actionnaires bancaires n'ont pas un comportement instable individuellement, mais collectivement. Comme tous les agents économiques à cette époque, ils ont une forte préférence pour la liquidité, de sorte qu'ils exigent des dividendes importants, tout en maintenant la pression à l'assainissement. Les banques refusent l'offre de la RFC parce qu'elle craignent le coût élevé du capital de la RFC, impliquant une moindre, voire l'absence de rémunération des autres actionnaires. Individuellement, les banques préfèrent donc une réduction d'actifs à marche forcée et de grande ampleur plutôt qu'un accroissement absolu des fonds propres. C'est dire la résistance des banques à l'entrée de l'Etat dans leur actionnariat. Collectivement, la réduction

²⁴⁹ La vigilance des déposants est entretenue par le dégel progressif des dépôts des banques en faillite, au rythme des liquidations. Sur celles fermées avant mars 1933, le dégel confirme des pertes sur les dépôts de 600 millions en 1933, puis 1 et 1,2 milliards en 1934 et 1935 (cf. Calomiris & White [1994]).

²⁵⁰ L'adhésion au FDIC est obligatoire pour toutes les banques membres du Système de la Réserve Fédérale. Leur rejet par le FDIC provoque leur exclusion du Système.

²⁵¹ Ces règles ne réduisent pas la pression sur les dépôts puisqu'en temps de crise, le risque de perte en capital domine.

d'actifs de l'ensemble du système bancaire risque d'enclencher une nouvelle spirale de déflation par la dette. Le problème n'est pas seulement macroéconomique : si, du fait de la crise entretenue, trop de banques sont rejetées par le FDIC parce qu'insuffisamment solvables, soit elles sont liquidées avec des pertes sur les dépôts et la crise monétaire recommence, soit elles sont intégrées, mais la politique bancaire perd toute crédibilité et de réels risques moraux émergent.

Le déblocage intervient après un meeting de l'*American Bankers Association*, en septembre 1933, où Jesse Jones fait un discours virulent accusant les banquiers de rechigner et de manquer de conscience collective. Juste après, ceux parmi ces derniers qui sont proches du Président et considérés comme relativement solides, s'engagent à souscrire au programme, inversant la problématique pour les autres banques. Les demandes de soutien affluent en masse en décembre, de sorte qu'en mars 1934, la RFC détient des ADP dans presque la moitié des banques commerciales pour un milliard de dollars, sans avoir atténué ses conditionnalités (Olson [1988])²⁵². Au lancement de la FDIC, restent 2 000 banques sous-capitalisées mais refusant d'intégrer le programme de la RFC. Pour éviter qu'une ruée sur les dépôts de ces banques non-couvertes brise la confiance sur tous les dépôts, la RFC leur accorde sa garantie pendant 6 mois, leur permettant d'adhérer à la FDIC. La réaction fût que ces banques demandèrent progressivement l'aide de la RFC (Vicker [1996]). L'obstacle au programme de recapitalisation était donc aussi la peur que l'adhésion à ce programme déclenche à nouveau des ruées sur leurs passifs. Le problème était donc, indissociablement, le traumatisme des années 1931-33 et le manque de crédibilité en les nouvelles institutions. On est bien loin du Japon !

1.3. Le mauvais choix du Japon : une présentation synthétique de la politique bancaire

- La présentation synthétique de la stabilisation bancaire au Japon, que l'on présente maintenant, peut être appréhendée comme la tentative échouée de sortir d'une crise de même nature que celle de la Suède mais avec les instruments utilisés aux Etats-Unis en 1933. Sur le fond, ce choix était motivé par le souci de se conformer à la logique du modèle bancaire traditionnel, dans lequel l'actionnaire est passif et donc n'a pas à supporter prioritairement les pertes. Comme ce poids est reporté sur des créanciers qui ne peuvent plus se coordonner en finance libéralisée, la méthode ne pouvait qu'échouer. Il faut se conformer aux règles de ce nouvel environnement pour que la mobilisation de fonds publics, inévitable pour sortir d'une crise bancaire, ne produise pas de l'aléa moral. Respecter le droit des contrats et sanctionner l'actionnaire par la faillite est le seul moyen de s'assurer de pratiques de crédit saines. Les autorités ont écarté autant qu'elles l'ont pu cette solution et pour réduire le risque moral qu'elles ont fini par admettre, plutôt que de sanctionner l'actionnaire, elles ont préféré l'isoler. Cette méthode bien plus lente et bien plus lourde, puisqu'elle implique un contrôle direct du traitement des pertes, débouchera sur une remise en cause explicite du modèle bancaire traditionnel. Nous avons voulu cette dernière section pour fournir au lecteur une mise en perspective capable de lui faciliter la compréhension du reste du chapitre. La stabilisation bancaire au Japon suit en effet un

²⁵² La RFC mobilise également 900 et 187 millions de dollars respectivement, pour gérer la liquidation des banques fermées et celle des actifs cédés par les banques retournées sur le marché (Friedman & Schwartz [1963]).

processus exceptionnellement complexe pour un pays riche, qui justifie cet éclairage préalable sur les grandes étapes de son déroulement et sur les problématiques nouvelles posées lors de chaque avancée. On distingue trois étapes dans la politique bancaire, qui forment les trois sections ci-dessous : (1.3.1.) la période du *statut quo* –ou politique du convoi–, jusque 1998, suivie de (1.3.2.) celle du *traitement inconditionnel de l'insolvabilité* bancaire, jusque 2001-02, enfin (1.3.3.) la période actuelle de durcissement progressif de la norme de solvabilité, dite période de la *politique bancaire structurelle*.

1.3.1. 1990-97 : la pratique du convoi comme solution privée aux défauts bancaires

- Pendant les huit années qui séparent l'éclatement de la bulle des recapitalisations massives en *open-bank*, de mars 1998 et 1999, quand l'insolvabilité bancaire est enfin reconnue, **les politiques bancaire et monétaire consistent à nier la crise**. Le Ministère des Finances, qui est alors la tutelle bancaire, incite les banques à limiter leur pression sur les emprunteurs en difficulté. Pour cela, il refuse de recourir à la faillite bancaire et entretient l'opacité des comptes. Les pratiques d'*ever-greening* se généralisent parmi les banques, dans un contexte de politique monétaire restrictive jusque 1995. L'aléa moral sur l'offre de crédit se répand donc d'autant plus facilement que les taux d'intérêt réel élevés accroissent le poids réel de la dette. Des établissements mutualistes de très petite taille tombent en faillite mais c'est en 1995 que les premiers gros cas de défaut éclatent²⁵³. Ils sont emblématiques de la situation financière des grandes banques mais ne touchent pas encore directement ces dernières, de sorte que malgré ce coup de semonce, la politique bancaire n'est pas remise en question. La banque centrale, dont la mission est de préserver la stabilité du système de paiement, est par contre prise en otage. Depuis la fin 1995, et encore aujourd'hui, elle est focalisée sur l'objectif de stabilisation bancaire.

Jusque 1997, les faillites sont gérées selon une **méthode dite 'du convoi'** (*Hongacho*), qui consiste à ce que la tutelle élabore et impose une solution de place purement privée à l'insolvabilité bancaire. Elle peut prendre plusieurs formes, mais elle n'implique ni fonds publics ni faillite légale, afin que le sort des créanciers et des actionnaires soit réglé par la collectivité des banques ou celles qui reprennent les pertes²⁵⁴. Dans la quasi-totalité des cas, les créanciers de la banque sont remboursés et les actionnaires sont sanctionnés par la dilution de leur part dans le capital ou, ce qui est plus rare, par leur sortie négociée. Leurs pertes en capital sont faibles voire nulles, parce que le maintien de la solidarité entre banques minimise l'impact des transferts de pertes sur les cours boursiers.

²⁵³ Un an et demi après le retournement des cours boursiers à Tokyo, en janvier 1990, un an après le début de la baisse des prix de l'immobilier, l'éclatement de la bulle des prix d'actifs conduit à une première vague de faillites. Fin 1992-début 1993, trois établissements de type *shinkin bank* –réseau des banques populaire– (*Toyo*, *Kamaishi* et *Osaka Fumin*) disparaissent, ainsi que plusieurs banques régionales de deuxième catégorie, anciennes mutuelles à forte croissance (*sogo bank*). De périmètre très modeste, leur faillite a un impact restreint. Malgré les premiers pataugements, dus à une législation des faillites inopérante, le système de garantie des dépôts peut finalement subvenir aux besoins. Il débourse au total 66 milliards de yens, allant au remboursement des épargnants dans les cas de liquidation, mais aussi et surtout, aux aides financières consenties dans le cadre de la loi de F&A assistée de 1986 (cf. note 254). Par la suite, et jusqu'à août 1995, seuls quatre petits établissements coopératifs sont déclarés insolubles et fermés (*Gifushogin*, *Tokyo Kyowa*, *Anzen* et *Yuai*). Début 1995, deux autres tombent, *Cosmo* puis *Kizu*, le plus grand d'entre elles, avec 1,1 trillions de yens d'actifs. Comme ces institutions ne participent au système de paiement et n'interviennent sur les marchés monétaires et financiers que par l'intermédiaire de leurs caisses centrales et de banques teneurs de comptes, leurs défauts n'ont pas une dimension systémique.

²⁵⁴ Ces solutions de convoi sont souvent conduites via la procédure de F&A assistée de 1986. Comme construite à l'époque, il s'agit non d'une procédure de faillite, mais d'un canal légal qui a l'avantage d'ouvrir l'accès au soutien de la Banque du Japon, au titre de l'intervention en dernier ressort. (cf. 2.1. sur cette procédure).

- ***Cette approche est fondamentalement incompatible avec l'existence de marchés financiers.*** La solution de place n'est pas une solution d'enchère mais une pratique de solidarité à l'initiative d'une tutelle disposant de pouvoirs discrétionnaires et peu contrainte à rendre des comptes. L'absence de règle explicite de partage des pertes entre banques et dans le même temps, l'immunité implicite accordée aux actionnaires, aux créanciers bancaires et aux déposants, déresponsabilise tous les acteurs bancaires. La gestion du premier défaut bancaire d'importance, *Hyogo Bank* en août 1995 (2,5 trillions de yens d'actifs), puis de ceux des deux grandes banques, *Nippon Credit Bank* en 1996 puis en 1997 (15 trillions) et *Hokkaido Takushoku* en novembre 1997 (9,5 trillions), sont révélatrices des dangers que contiennent de telles pratiques²⁵⁵. Toutes sont recapitalisées à plusieurs reprises par d'autres banques, continuent d'accumuler des pertes, bénéficieront à nouveau, elles ou leurs établissements repreneurs, des programmes d'injection en 1998 et 1999 dans des conditions exceptionnelles (*Chuo T&B*, *Hokkaido Bank* et *NCB*) et/ou seront finalement nationalisées (*Hyogo Bank* et *NCB* en 1998)²⁵⁶.

- Outre ce problème d'incitation posé par cette approche, ***elle est incompatible avec la moindre mobilisation de ressources budgétaires de l'Etat***, d'abord parce qu'elle accentue considérablement le risque moral et ensuite, parce que cette culture de l'opacité est incompatible avec les justifications qu'impose l'usage des recettes de l'impôt²⁵⁷. L'année 1995 est marquée par une autre crise bancaire cette fois-ci beaucoup plus grave et dont la gestion désastreuse, en nourrissant l'animosité des élus à l'égard de l'usage des fonds publics, va repousser de plusieurs années la mise en place d'un plan de stabilisation bancaire. C'est l'affaire des *jusens*, ces sociétés de crédit immobilier, mises en faillite en décembre 1995 et qui, avec des taux de prêts irrécouvrables de 74% en moyenne, représentent à ce moment-là à elles seules un cinquième des

²⁵⁵ *Hyogo Bank*, cotée en bourse est la seconde banque régionale par les dépôts. Dans son cas, le convoi est organisé sous la procédure de F&A assistée de 1986. Elle est transférée avec les autres actifs à un nouvel établissement, *Midori Bank*, disposant d'une licence et d'un actionariat nouveau rassemblant des grandes banques de la région de Kobe et la Banque du Japon, qui la capitalisent. Les pertes sont donc couvertes par la place, tandis que l'opération est neutre pour les créanciers de *Hyogo Bank* et sanctionne ses anciens actionnaires par la dilution de leurs droits, non leur nullification. Dans la mesure où les nouveaux actionnaires ont les mêmes comportements de crédit et les mêmes problèmes de solvabilité que la banque régionale, ils n'ont pas d'incitation à mieux traiter les actifs dépréciés de la banque régionale transférée que leurs propres actifs. Les pertes continuent donc de s'accumuler dans la nouvelle entité, de sorte que le Ministère des Finances arrange une nouvelle injection de capital par ses actionnaires en 1997, puis sa fusion avec une autre banque régionale, *Honshin Bank*, pour finir par la nationaliser en 1998. *Hokkaido Takushoku* sera vendue en deux compartiments en novembre 1997. Quand à *NCB*, elle effectue une première émission de fonds propres en juin 1996, puis une émission massive d'ADP en avril 1997 (290 milliards de yens) qui sera souscrite par ses seuls actionnaires... la quasi-totalité des banques d'envergure nationale et des assurances-vie-, ainsi qu'à 29% par la Banque du Japon au titre de la loi de F&A assistée de 1986, avant d'être placée en faillite en décembre 1998 (Kanya & Woo [2000], Ministère des Finances).

²⁵⁶ *NCB* et le repeneur d'une grande partie d'*Hokkaido Takushoku*, *Chuo Trust*, sont les seules banques avec *Daiichi Kangiyo*, à souscrire au programme de recapitalisation de 1998 sous forme d'ADP, contre de la dette subordonnée pour les autres banques. *Chuo T&B*, rebaptisé *Mitsui T&B Holding*, est aussi l'une des banques les moins avancées dans le remboursement des recapitalisations. Quant à *Hokuyo Bank*, qui reprend les actifs d'*Hokkaido Takushoku* dans sa région alors qu'elle est de bien plus petite taille (1,8 trillions d'actifs), c'est l'une des rares banques régionales à bénéficier du programme de recapitalisation de 1999 (cf. programmes en Annexe n°21).

²⁵⁷ C'est pour cela que jusque la faillite de *LTCB*, seule la Banque du Japon apportera des fonds.

27 trillions de yens de créances douteuses déclarées par le système bancaire. L'affaire est bien connue²⁵⁸ : une structure de cantonnement est créée pour les liquider en juin 1996, la *Jusens Resolution Corp*, rebaptisée *Housing Loans Administration Corp*. Son financement ne repose sur aucune règle, mais sur une négociation qui conclut à un partage des pertes inéquitable pénalisant les grandes banques au bénéfice des principaux créanciers des *jusens*, les établissements mutualistes (cf. Annexe n°12 du Chap. IV). Le principe classique du convoi s'appuie sur le motif que les rapprochements entre eux sont susceptibles de détériorer la confiance de tous les déposants²⁵⁹. Le problème est que pour faciliter l'accord, 685 milliards de fonds publics sont mobilisés, dans le seul but d'aider les banques à lisser leurs pertes dans le temps. C'est donc un prêt garanti par l'ensemble des institutions parties prenantes, et non une injection de capitaux propres ou de prêts juniors. Qui plus est, cette somme représente à peine 12% des 5,7 trillions de créances douteuses cédées, soit 2,5% du montant total des créances douteuses déclarées en 1996. Le financement public est modeste mais revêt une double valeur symbolique. La confiance est restaurée parce que l'opération est perçue comme la preuve que la garantie publique implicite fonctionne. Mais (1) la mobilisation de fonds publics au terme (2) de tractations conduites dans l'opacité par un Ministère des Finances (3) qui, au même moment, est accusé d'avoir orchestré le maquillage des pertes des *jusens* et des sociétés mutualistes liquidées depuis 1991²⁶⁰, est un mélange assez impopulaire pour créer un tabou sur l'usage des fonds publics qui reportera de plusieurs années la mise en place d'un plan de stabilisation bancaire à grande échelle.

- Le troisième problème posé par l'approche *hougacho* est qu'***elle devient difficile quand un grand établissement menace de faire défaut***. L'alternative est entre une recapitalisation souscrite par l'ensemble de la place, mais avec pour conséquence un actionnariat encore plus dilué, passif et une direction de la banque rendue encore plus protégée des pressions extérieures (cas de *Nippon Credit Bank*), et une reprise par blocs ou, quand la crise est générale, cela revient à remplacer deux banques en difficulté par une grande banque en difficulté, maximisant le risque de *too-big-to-fail*. C'est le cas de la reprise d'*Hokkaido Takushoku* en novembre 1997. Le Ministère des Finances tente en avril un rapprochement malheureux avec *Hokkaido Bank*, un établissement régional concurrent, produisant une crise boursière à Tokyo et surtout, une ruée sur les dépôts et

²⁵⁸ Cf. Cargill, Hutchinson & Ito [1997] pour une économie politique de la liquidation des *jusens*, ainsi que Ito & Harada [2004] et Milhaupt & Millet [1997].

²⁵⁹ Les rapprochements entre banques mutualistes à l'initiative de la tutelle sont rendus délicats par l'accord nécessaire des déposants et la publicité que cela implique. Les établissements mutualistes sont donc autorisés à faire faillite seulement quand ils sont de très petite taille. Sinon, les pertes sont transférées à la caisse centrale ou aux banques commerciales. C'est le cas des pertes sur les *jusens*.

²⁶⁰ Plusieurs inspections du Ministère, engagées dès 1991, signalaient déjà à l'époque que 38% des crédits aux *jusens* étaient non-performants. Il arrangerait plusieurs recapitalisations et annulations de dette avant d'imposer cette solution de liquidation (Milhaupt & Millet [1997]). Pour les pratiques de camouflage du Ministère des Finances jusqu'à son démantèlement en 1998, voir Hoshi & Kashyap [2001 – chap 8], Ito & Harada [2004] et Kanya & Woo [2000].

un *capital crunch* dans l'île d'Hokkaido²⁶¹, contraignant les autorités à fermer la banque temporairement. Un accord de reprise est finalement négocié dans l'urgence, avec *Hokuyo Bank* et *Chuo T&B*, reprenant chacune une partie de la banque en difficulté. Ces deux établissements, déjà fragiles et, pour le premier, de taille trop modeste pour une telle opération, subiront un traitement spécial lors des recapitalisations de 1998 et 1999²⁶².

• ***L'abandon définitif de cette pratique date véritablement de la tentative malheureuse de sauvetage de la Long Term Credit Bank en 1998*** (26 trillions de yens d'actifs). Le repreneur potentiel, *Sumitomo T & B* se retire du projet en mai, annonçant publiquement qu'elle ne peut pas absorber des créances douteuses qui sont, selon elle, plus importantes que celles déclarées par la tutelle. *LTCB*, plus grosse encore que *NCB*, et très actives sur les marchés internationaux de produits dérivés, avoue son risque de défaut au cours de l'été 1998. La taille de l'établissement et la crise financière en plein développement à ce moment-là, rendent impossible une nouvelle tentative de convoi. La tutelle s'obstine à refuser de déclencher la faillite. Ses deux arguments sont de taille : la procédure, trop ancienne, doit être révisée, et le DIC, vide, ne peut assumer la garantie totale des dépôts à laquelle l'Etat s'est engagé au moment de la crise des *jusens*. Ces arguments sont justes, mais il était possible d'y remédier. Ils cachent un autre argument, plus prosaïque. Le Ministère des Finances, impliqué jusqu'au cou dans le maquillage de la crise et soutenu par les conservateurs au pouvoir, le *Parti Libéral Démocrate (PLD)*, souhaitait surtout profiter de la crise pour imposer aux élus un nouveau plan de recapitalisation en *open-bank*, dont bénéficierait *LTCB*, une banque proche de ce parti. Or les élections législatives de juin 1998 renversent la majorité. La nouvelle coalition qui, dans l'opposition, prêcheait la mobilisation des fonds publics pour recapitaliser le système bancaire, y devient opposée. La condition non-explicite est la mise en faillite de la *LTCB*. En pleine crise financière et alors que l'économie sombre dans la déflation, la Diète rejette cinq plans de stabilisation en l'espace de cinq mois. Ce n'est qu'en octobre 1998 et sous une pression internationale intense que la *Financial Reconstruction Law (FRL 1998)* est enfin adoptée. C'est le début de la résolution de la crise bancaire.

1.3.2. 1998-2001 : les injections de fonds publics en *open-bank* ou l'insolvabilité bancaire traitée comme un choc transitoire

- Qu'est-ce que la crise de 1997-98 a changé dans la gestion de la crise bancaire²⁶³ ? Elle déclenche une politique bancaire duale, qui tente de concilier une norme de solvabilité relâchée sur les banques avec une règle de paiement que l'on voudrait dure dans l'offre de crédit aux entreprises. L'échec de cette approche aboutira à la troisième phase de réformes structurelles.

²⁶¹ Les dépôts de la banques fondent de 15% en une semaine et de 30% dans le mois (Nakaso [2001]).

²⁶² Cf. note de bas de page n°256.

²⁶³ On peut se reporter en Encadré 4 pour une présentation de la crise de liquidité à l'origine de cette crise bancaire.

Tableau 6 – Synopsis de la politique bancaire depuis 1998

Politique bancaire conjoncturelle ~1998-2001	Début de la politique structurelle ~2001-2003	Réforme du modèle bancaire et normalisation (hyp.) ~2004-2008
----- Traitement des pertes -----		
<ul style="list-style-type: none"> • Révélation des pertes - redéfinition comptable des pertes sur crédit & VaR pour les titres 	<ul style="list-style-type: none"> • Traitement structurel des pertes - Obj. sur créances douteuses pour mars 2005 (grandes banques) - Durcissement des provisions : intro. de la DCF - Struct. bancaires internes dédiées 	<ul style="list-style-type: none"> • Normalisation des pertes - Focalisation sur la rentabilité, promo. externalisation des pertes - Généralise le nouveau modèle de gouvernance d'ici 2008 et les contrats d'objectifs avec la tutelle
----- Norme de solvabilité -----		
<ul style="list-style-type: none"> • Désactivé : (1) avoir fiscal (1998) (2) protection explicite des passifs jusque (1998-2001) (3) sortie des actions des banques • politique de taux zéro 	<ul style="list-style-type: none"> • Statut incertain des avoirs fiscaux • Indépendance de l'audit • garantie DAT et dettes levée en 2002, DAV en 2005 : garantie implicite depuis 2003 • politique monétaire quantitative 	<ul style="list-style-type: none"> • Restaurer la norme de solvabilité recadrage de la profession d'audit [hypothétiques :] objectif déclaré de plafonnement des avoirs fiscaux à 10% du Tier 1 levée de la garantie implicite les passifs depuis 2005
----- Traitement de l'insolvabilité -----		
<ul style="list-style-type: none"> • Outils : refonte (1) des proc. de faillite (2) de la tutelle 1998-2001, (3) intro dispositif PCA en 1998 • Injections dans les grandes banques : activation des droits de l'Etat-actionnaire fixé à 2001 	<ul style="list-style-type: none"> • Etat-actionnaire passif • Procédure d'injection rendue permanente et contenu durci (hors statut de l'actionnaire) 	<ul style="list-style-type: none"> • Prog d'injection 2004-08 dédiés (1) aux banques régionales (2) à la restructuration du modèle bancaire (statut de l'actionnaire préservé)
----- Moyens de pression sur les banques -----		
<ul style="list-style-type: none"> • inspections 	<ul style="list-style-type: none"> • Idem généralisées • avoirs fiscaux évalués par les audits (2003) 	<ul style="list-style-type: none"> • Idem • pour banques régionales : dépôts • Réactivation de l'Etat-actionnaire • Intro. dans la PCA des objectifs de rentabilité conclus (2004)
----- Principales Lois -----		
<i>Financial Revitalization Law & Early Strengthening Law</i> (1998) Révision <i>DIC Law</i> (mai 2000)	<i>Reform for Financial Revival</i> (10/ 2002) <i>Fin. Reorganization Promotion Law</i> , et <i>Certified Public Accountant Law</i>	<i>Strengthening Finance Act</i> (09/2004)

• **D'un côté, les institutions de la faillite bancaire sont mises en place :** (a) l'organisme d'assurance des dépôts (DIC) reçoit 60 trillions de yens pour couvrir les passifs bancaires et pour financer, sur mars 1999-2001, un programme d'injections en *open-bank* dont l'accès est mal conditionné²⁶⁴ ; (b) la tutelle bancaire, sortie du Ministère des Finances et placée sous l'autorité du Premier Ministre en juin 1998, pendant la crise, subit plusieurs remaniements jusque janvier 2001. Au cours de cette période, les fonctions de supervision (*Financial Supervisory Agency*) et de restructuration (*Financial Reconstruction Commission*) sont d'abord dissociées puis réunifiées pour finalement former la tutelle actuelle, la *Financial Services Agency* (FSA) ; (c) le cadre prudentiel bancaire est durci : en aval, les procédures de faillites sont modernisées pour les rendre utilisables,

²⁶⁴ Un premier plan de recapitalisation avait été mis en œuvre en mars 1998. Les principes étaient exactement opposés aux conditions exposées plus haut : l'injection de dette subordonnée, donc sans droit de contrôle, pour un montant uniforme, à des conditions financières identiques et inférieures à celles du marché et avec l'accord sur des *business plan* fantaisistes. Il s'agissait d'une reproduction de la pratique du convoi solidaire appliquée à des injections en *open-bank*. La modestie des montants s'accordait à ces conditions. Enfin, ce plan était conduit par un Ministère des Finances qui devait transférer trois mois plus tard sa tutelle des banques à une nouvelle autorité et qui par conséquent, se désresponsabilisait du processus.

même dans le cas de grandes banques, tandis qu'en amont, le dispositif d'action préventive (PCA) est resserré à travers une actualisation des contraintes de provisionnement et des normes d'évaluation de la qualité des créances, tandis que des programmes d'inspection sur site sont lancés par la nouvelle tutelle. Ces réformes engagent un processus de divulgation et de provisionnement des pertes qui est nouveau, et qui ira s'intensifiant avec le temps. Mais la seule pression qui contraindra les banques à cet effort sera celle de la tutelle. Pourquoi ?

Parce que ***de l'autre côté, la norme de solvabilité bancaire est relâchée***. La disparition de la pratique du convoi entraîne une différenciation des banques entre elles, qui s'observe effectivement à travers quelques indicateurs de marché depuis 1997-98. Mais cette différenciation est sans effet parce que la tutelle a pris soin d'immuniser le système bancaire contre toutes les pressions du marché et a relâché la norme de solvabilité sur laquelle s'appuie la règle de faillite²⁶⁵. Sur le premier point : la garantie totale des dépôts instaurée en 1996 est étendue en 1998 à tous les passifs bancaires jusque 2001. Elle est ensuite progressivement restreinte de sorte que dix ans après, elle s'applique encore aux comptes non-rémunérés. La politique monétaire de taux zéro crée des capacités de dissimulation comptable des créances à risque en ramenant le coût de chargement des pertes à un niveau quasiment nul. Les banques insolubles en activité peuvent également accéder aux euromarchés sans payer le *Japan premium* puisque la politique quantitative menée par la Banque du Japon permet aux banques de constituer des collatéraux de cash quasiment gratuits. Quant aux actionnaires et dirigeants, *a priori* premiers sanctionnés dans une procédure d'intervention publique, ils bénéficient en réalité du même traitement privilégié qu'au temps de la pratique du convoi : les banques insolubles ont accès à des procédures d'injection en *open-bank*, qui évitent la sanction de la faillite, et les actionnaires, immunisés, réduisent encore leur pression sur des dirigeants dont l'autonomie de gestion est déjà traditionnellement grande. Au total, si la pratique du convoi est abandonnée, le refus de la faillite est toujours la règle.

La protection des passifs et les programmes d'injection non conditionnés immunisent les banques des pressions du marché tout en les laissant y participer. Leurs indicateurs de risque ayant perdu de leur significativité, l'intervention directe de la tutelle via les inspections est pratiquement la seule source de coercition et de discrimination des banques entre elles.

- La crise financière au cours de laquelle les trois grands défauts éclatent (*Hokkaido Takushoku*, *NCB* et *LTCB*) contraint certes le gouvernement à reconnaître le caractère général de la crise mais pas son caractère structurel. La seule réforme structurelle imposée aux banques est la réduction drastique de la taille de leurs portefeuilles d'actions à leur actif. Les japonais ont réappris la leçon suédoise et de la Grande Dépression (cf. annexe n°18 du Chap. IV) ! Pour le reste, les injections en *open-bank* sont officiellement des soutiens temporaires à une solvabilité

²⁶⁵ L'annexe n°16 présente une étude sur la lecture de la crise bancaire à travers les indicateurs de marché.

bancaire qui doit se redresser avec la reprise²⁶⁶. Légalement, elles doivent être remboursées et ont une durée limitée. Comme la crise japonaise ne résulte pas d'un accident conjoncturel, il est impossible d'attendre cette remontée des prix d'actifs. Comment inciter à reconnaître les pertes sans épuiser les fonds propres ?

Pour financer leurs provisions, les banques avaient pris l'habitude de puiser dans leurs **réserves de plus-values latentes en actions** et avaient effectué des **émissions croisées d'action et de dette subordonnée** avec les mutuelles d'assurance-vie. Les plus-values latentes se sont évaporées dans la crise de 1997-98 et, depuis 2000, les banques sont contraintes de réduire la taille de leurs portefeuilles d'actions en valeur de marché à moins de 100% du Tier 1 (cf. annexe 18 sur ce programme). Quant aux pyramides financières construites avec les assurances-vie, d'autant plus malsaines que ces dernières sont elles aussi virtuellement insolubles et protégées par la tutelle, leur développement est ralenti par l'intensification de la pression prudentielle et le durcissement des règles de consolidation²⁶⁷. Le véritable instrument qui permet aux banques de maintenir leurs ratios de fonds propres malgré l'accélération des provisionnements, c'est l'introduction du mécanisme de **l'avoir fiscal sur les provisions pour créances douteuses**, qui neutralise l'impact de l'effort d'assainissement sur la solvabilité. Ce mécanisme n'a rien de choquant sur le principe puisqu'il est théoriquement neutre à moyen terme et doit seulement permettre de lisser les profits. Mais les règles qui encadrent son usage sont exagérément relâchées. L'accumulation des avoirs fiscaux croît vite sans rapport avec les capacités bénéficiaires des banques. Mais comme ils sont intégrés aux fonds propres bancaires, le gonflement des ratios de solvabilité va de pair avec les provisionnements massifs et donne l'apparence d'une véritable stabilisation bancaire. Dans ce jeu de dupes, ils vont servir de justification *ex-post* à l'usage des injections en *open-bank*. Celles-ci deviennent crédibles parce qu'avec les avoirs fiscaux accumulés, les ratios de solvabilité dépendent moins de ces fonds publics et leur remboursement semble possible. Les deux instruments se complètent pour justifier le refus de la faillite.

- Tous deux introduits en 1999, tous deux entretenant l'idée que la crise bancaire est conjoncturelle, ils donnent l'illusion, au cours de l'euphorie des nouvelles technologies en 1999-2000, que la crise bancaire est enfin résolue. Cette courte période d'euphorie a un effet prévisible : **le renforcement des stratégies too-big-to-fail**. C'est l'occasion d'une vague

²⁶⁶ En mars 1999, les injections de fonds publics sont de 7,45 trillions de yens, et de 8,6 trillions si on inclut celles réalisées sur le même programme en FY2000 et FY2001, auxquels il faut ajouter 1,97 trillions injectés à travers les programmes introduits par la suite. Ces montants correspondent à chaque fois à l'encours des pertes sur actions et sur crédit –selon les définitions comptables du moment–, retranchées du produit net bancaire courant, soit pour mars 1999, respectivement 2,7 trillions, 9 et 2,5 trillions, auxquels il faut encore retrancher 2,15 trillions d'augmentation de capital par voie privée. Ces injections supposent qu'aucune nouvelle perte exceptionnelle ne devrait apparaître et par conséquent, qu'il n'y a pas de problème bancaire structurel sur la qualité du traitement des pertes et de l'offre de crédit en général. Ce qui est faux, mais cohérent avec le motif théorique des injections en *open-bank*.

²⁶⁷ Cf. chapitre III consacré à la crise des assurances-vie.

précipitée et très dense de rapprochements entre les 21 grandes banques, créant les cinq mégagroupes qui forment le paysage bancaire actuel. Quand cette bulle éclate, les revenus bancaires chutent, les banques sont accusées d'avoir profité de l'euphorie pour conclure des rapprochements jugés finalement peu pertinents et d'avoir surréagi à la bulle dans leurs politiques de prise de risque, décidément trop instables. La fragilité des instruments utilisés pour soutenir la solvabilité des banques réapparaît.

1.3.3. 2001-... : la politique bancaire structurelle, ou l'isolement de l'actionnaire comme substitut à la faillite

- Les avoirs fiscaux posent un nouveau problème à la tutelle bancaire. Leur accumulation pour des montants excessifs remet sur le tapis le problème de solvabilité des banques, mais en le posant d'une autre manière : la solvabilité ne se pose plus en terme de stock de créances insolvables, mais en terme de rentabilité d'exploitation future. En même temps, le recours massif aux avoirs fiscaux réduit l'incitation des actionnaires à renforcer la qualité des crédits : les avoirs fiscaux permettent d'éviter une augmentation massive de capital. Ils servent d'effet de levier sur le rendement global des actifs, de sorte que si celui-ci est faible, les dividendes ne le sont pas. Ainsi, la reconnaissance des pertes n'implique pas le traitement de leur source, les dysfonctionnements dans l'offre de crédit. Ce constat émerge progressivement à partir de 2001, quand la tutelle se rend compte que si les banques provisionnent leurs créances, elles ne les traitent pas pour autant correctement, de sorte que les pertes réapparaissent, soit sous la forme de créances douteuses, soit sous la forme de marges d'intérêt écrasées. Il déclenche la troisième phase de stabilisation bancaire et est au cœur de sa thématique.
- Le risque moral décrit à l'instant demeure tant que la menace de faillite est désactivée, c'est-à-dire que les avoirs fiscaux ne sont pas plafonnés. Les banques sont implicitement assurées contre le risque de mise en faillite pour deux raisons : (1) depuis 1999, la tutelle leur impose des objectifs individuels de développement du crédit aux PME. Leur caractère s'officialise même quand, en 2002, ils sont intégrés au dispositif PCA et donnent lieu à des injonctions administratives à l'encontre des banques ne les respectant pas. Cet objectif macro introduit dans la règle de paiement ne peut que l'affaiblir. Il décrédibilise aussi une tutelle sensible aux pressions politiques. Au total, comme les banques dépendent de manière cruciale de ces avoirs fiscaux, un durcissement de leur règle est peu probable car il provoquerait une contraction globale du crédit, avec le risque de retourner dans la déflation de 1997-98 ; (2) la plupart des grandes banques détiennent encore les fonds publics injectés depuis 1999 dans le capital. La mise en faillite d'une d'entre elles dans ces conditions jetterait le doute sur les autres bénéficiaires. L'injection de fonds publics en *open-bank* dans *Resona* en juin 2003 confirme cette interprétation : elle est déclenchée par la réévaluation à la baisse des avoirs fiscaux de la méga-banque, alors que celle-ci, lourdement insolvable, n'avait pas encore remboursé les injections de 1999. Pour sortir de l'impasse, la tutelle s'appuiera sur deux leviers : la réforme structurelle du modèle de relation de crédit... et le temps.

- On distingue deux phases dans la période de réforme structurelle, séparée par le changement de ministre à la tête de la FSA. Le Tableau 6 résume les principales évolutions de la politique bancaire sur ces deux périodes que nous étudions dans les sections thématiques. La phase initiale de cette réforme commence par un objectif explicite de réduction des prêts non-performants et par le développement d'une politique de normes pour favoriser le développement des marchés de cession des prêts non-performants et de restructuration d'entreprises. Après la déclaration à la presse du Ministre de la FSA Hakuo Yanagizawa, selon laquelle les banques doivent cesser de se contenter de provisionner, mais imposer la restructuration des emprunteurs, la tutelle impose en 2001 un objectif de réduction de moitié de l'encours des prêts non-performants des grandes banques d'ici mars 2005, qui est la nouvelle échéance fixée pour la normalisation du régime de garantie des dépôts.

Son remplacement par M. Takenaka en septembre 2002 marque un nouveau virage puisqu'il définit explicitement le nouvel objectif de la politique bancaire : faire évoluer le cadre prudentiel, comptable et juridique de manière à inciter les banques à adopter un nouveau modèle de gouvernance et de relation de crédit. L'idée derrière l'objectif de changement de modèle bancaire est que l'adoption par les banques japonaises de normes standards d'évaluation et de divulgation de l'information sur le crédit, de procédures systématiques de traitement d'une créance dégradée, enfin de structures de gouvernance transparentes et précisant les responsabilités des actionnaires et dirigeants, clarifient les mécanismes de décision à l'intérieur des établissements et ce faisant, pointent du doigt leurs incohérences. En explicitant ces dysfonctionnements sans les condamner, non seulement l'incitation à y remédier grandit d'elle-même, mais le travail de contrôle de la tutelle en est facilité. Comme ces réformes structurelles permettent de voir plus clairement ce qu'il y a 'dans le ventre et dans la tête des banques', la tutelle peut alors exercer une pression directe sur les pratiques de crédit et en amont, sur la direction des banques. Les actionnaires sont donc toujours protégés mais maintenant, la contrepartie doit être leur isolement, ou leur coopération. Ce chantier de la gouvernance s'engage sérieusement en 2003. L'idée est alors de fixer sur mars 2005 toutes les réformes visant à normaliser l'environnement prudentiel, ainsi que les dispositifs temporaires d'aide au traitement des pertes, comme le statut de l'avoir fiscal. Sur ce laps de temps, les structures publiques de cantonnement sont réorientées vers l'aide à la restructuration d'emprunteur, l'idée explicite étant de casser les pratiques bancaires traditionnelles tout en minimisant les liquidations. Ces réformes sont rassemblées dans l'*Early Strengthening Program* d'octobre 2002, véritable feuille de route de la FSA, et ouvrent la voie à ce qu'on appellera l'*intensive improvement period*, sur les trois années à venir.

- Dans les faits, ***2005 ne consacre pas la normalisation attendue du cadre prudentiel mais permettra d'engager sérieusement la refonte du modèle bancaire.*** Les grands établissements

respectent les objectifs fixés de réduction des créances douteuses, mais leur base en capital est extrêmement fragile et leur rentabilité d'exploitation n'a pas décollé. Deux raisons à cela : modifier des pratiques bancaires dans un environnement concurrentiel où la demande de crédit est faible est un processus nécessairement lent. Plus prosaïquement, les préoccupations macroéconomiques de la tutelle bancaire produisent un accord tacite entre la tutelle et ses banques : la première veut à la fois accélérer la transformation des pratiques de crédit et en limiter l'impact sur les entreprises. La seule manière de transiger est de ralentir le rythme de normalisation du statut des avoirs fiscaux, de manière à permettre aux banques d'aider encore les emprunteurs qui devraient être lâchés, mais en précisant que ce sera la dernière fois. Ces secondes sont implicitement invitées à durcir lentement leur offre de crédit et continueront donc un temps de le sous-facturer. Ce jeu d'équilibriste est dangereux pour la crédibilité de la tutelle, parce que ces interférences macro/micro rendent la politique structurelle fragile.

Le *Strengthening Finance Function Act* de juin 2004, fixe une échéance à mars 2008. Ces reports d'échéance sont pratique courante dans la politique japonaise, mais cette fois-ci, il est un peu plus crédible. La FSA est allée trop loin dans les réformes en matière de gouvernance et de transparence pour qu'une nouvelle compromission ne produise pas un scandale. Surtout, les volets conditionnels qui définissent l'accès aux injections en *open-bank* et leur contenu ont été considérablement durcis. Le renforcement qualitatif de cet instrument, auparavant utilisé comme substitut à la faillite, reconstitue une règle de faillite qu'il avait contribué à fragmenter.

- Les autorités comptent sur un second levier capable de relever plus sûrement les marges bancaires et ainsi absorber les avoirs fiscaux : c'est ***le maintien d'une politique monétaire expansive*** assez longtemps pour que la pentification de la courbe des taux assure aux banques des marges d'intermédiation épaisses. Le durcissement de la règle de paiement appliquée aux banques s'accélérerait alors de lui-même, parce que la réduction du poids des avoirs fiscaux dans leurs fonds propres accroîtrait les incitations des actionnaires eux-mêmes à augmenter le capital et par la suite, leur incitation à entreprendre les réformes bancaires voulues par les autorités. La tutelle pourrait alors connecter plus rapidement la règle de paiement appliquée aux banques à celle appliquée aux autres acteurs privés et, ce faisant, normaliser sa politique prudentielle. La question est alors de savoir si la banque du Japon voudrait bien coopérer. On a vu dans le chapitre précédent que la réponse n'a rien d'évident.

- Enfin, l'approche structurelle de la FSA a permis de réaliser des progrès indéniables dans la résolution de la crise bancaire. Mais ces progrès reposent sur des bases fragiles. En permettant aux banques d'étaler dans le temps l'absorption de leurs pertes et en conditionnant cette absorption au redressement de l'exploitation bancaire, le pari de la tutelle bancaire est d'être capable à la fois de maintenir fermement son cap, tout en réalisant des compromis sur le court

terme. La théorie de la faillite comme l'expérience enseignent que recourir *in fine* à la politique monétaire pour soutenir les marges bancaires introduit potentiellement un risque moral sur l'offre de crédit, d'autant plus grand que *la FSA n'est pas indépendante*. Sa crédibilité actuelle est uniquement assise sur la popularité d'un Premier Ministre capable de tenir tête à un système parlementaire instable, et sur le caractère trempé du Ministre de la FSA. Pour consolider les acquis dans la stabilisation bancaire et répondre à ce constat aberrant, à savoir que les progrès à venir sont avant tout une affaire de personnes, il faudra absolument en venir à une nouvelle révision des statuts de la FSA.

Conclusion : un bilan coûteux

- On peut dresser deux conclusions à ce stade. La première est que refuser la méthode radicale suédoise qui était pourtant applicable au Japon, et reconnaître le caractère structurel de la crise bancaire, n'a pas permis aux autorités de limiter son coût budgétaire direct : les injections et le financement des faillites bancaires s'élèvent à 38,4 trillions, soit 7,3% du PIB en 2005 (cf. Tableau 5)... un chiffre supérieur à celui de la Suède et élevé en comparaison internationale ! Mais l'utilisation erronée et tardive de ces fonds, selon une méthode commune avec celle de la *New-Deal* mais dans un environnement prudentiel et pour un type de crise bancaire radicalement opposés, a reporté l'essentiel du coût de résolution au niveau macroéconomique : faire digérer aux banques plus de 130 trillions de provisionnements –26% du PIB– sans presque recourir aux recapitalisations bancaires privées – 0,9% du PIB ou 4,5 trillions de yens– produit inévitablement une paralysie du crédit durable, avec pour conséquence la perte des marges de manœuvre dans la politique monétaire et de change, et une dette publique passée de 55% du PIB à près de 170% en 2006, pour seulement éviter une dépression. L'exemple japonais est bel et bien l'exact opposé du cas suédois présenté plus haut.

- La seconde conclusion tient au traitement privilégié dont les actionnaires bancaires bénéficient constamment depuis le début de la crise. A deux exceptions –quand la crise bancaire générale est reconnue (1997-98) et quand la FSA tente d'invalider les avoirs fiscaux (octobre 2002)–, les actionnaires bancaires ne semblent pas plus inquiétés que les créanciers et les déposants, alors que la garantie sur les emprunts et dépôts à terme des banques est levée en 2002. La menace de faillite n'est donc pas encore crédible. La solution à l'insolvabilité de *Resona* en juin 2003, scandaleuse parce que ne débouchant pas sur la faillite, constitue malgré tout une inflexion de doctrine au sens où pour la première fois, la FSA acquiert immédiatement des actions ordinaires, de sorte que l'actionnariat de la banque est immédiatement dilué. Mais c'est une piètre punition par rapport à la banque régionale *Ashikaga* qui, en novembre, sera conduite à la faillite pour un problème de

solvabilité identique. Sur le fond, au-delà du simple refus de la faillite et de l'argument de la collusion entre élites dirigeantes, cet acharnement réglementaire à épargner les propriétaires des grandes banques, d'abord par la pratique du convoi, puis par les injections en *open-bank* et les avoirs fiscaux, est symptomatique d'un modèle japonais aujourd'hui défunt, auparavant fondé sur une dissociation informelle, mais profondément enracinée dans les usages, entre la détention légale de la propriété et l'usage effectif des droits qui y sont attachés. Pour cette raison, si toutes les crises de transition de régime financier sont des crises de changement de régime capitaliste, le coût exorbitant de la crise japonaise s'explique aussi par le développement exceptionnel du modèle antérieur. Cette dissociation renvoyait à des pratiques de solidarité hors-marché, non-fondées sur un argument légal, mais sur l'usage.

Elles se manifestaient par une tutelle aux pouvoirs discrétionnaires sur l'ensemble du système bancaire et, à l'intérieur de chaque banque et de chaque grande entreprise, par l'autonomie *de facto* quasiment totale des dirigeants en face d'un actionariat passif et plus en aval. Le développement intensif des participations croisées en forme de pyramide financière, des relations actionnariales entre banques et emprunteurs, entre client/fournisseur, l'intervention discrète de l'autorité publique enfin, sont autant de moyens permettant de déplacer le lieu réel du pouvoir capitaliste, hors des mains des propriétaires légaux du capital. On constatera cette dissociation implicite entre propriété légale et réelle des biens capitaux tout au long des trois chapitres sur la 'crise microéconomique' du Japon, et précisément parce que cette dissociation est source d'ambiguïté dans le partage des pertes, la conception théorique de la faillite a structuré notre analyse.

2 – De la faillite interdite à la faillite improbable

- Dans la littérature sur la crise bancaire japonaise, l'affirmation suivante apparaît parfois : *'les banques ne sont pas autorisées à faire faillite'*. Il s'agit ici de comprendre ce qu'il y a concrètement derrière cette affirmation. La première partie du chapitre a posé les concepts théoriques qui décrivent la règle de faillite et les grands principes qui organisent leurs relations. Cette deuxième partie s'intéresse à l'état du dispositif au Japon. Pour comprendre quels sont les ressorts du risque moral dans l'offre de crédit, on pose successivement les questions suivantes : quels rapports entretenait la règle de faillite bancaire avec le prêteur en dernier ressort et en quoi l'évolution de ce rapport est emblématique de la nature de la crise bancaire japonaise (2.1.) ? Les nouvelles procédures de mise en faillite sont-elles applicables au regard de la spécificité bancaire (2.2.) ? Un cran plus loin, le superviseur a-t-il les moyens de mener une politique prudentielle en toute indépendance (2.3.) ? Et la norme de solvabilité sur laquelle il s'appuie et qu'il contribue à définir décrit-elle correctement le risque bancaire (2.4.) ? Enfin, le relèvement précoce de la garantie des dépôts bancaires doit-il toujours être perçu comme un signe de durcissement (2.5.) ?

2.1. Premier point de départ de la stabilisation : dissocier le PDR de la règle de faillite

- Quand une économie passe d'un système financier fermé peu concurrentiel, où l'information sur l'emprunteur était maîtrisée par des créanciers, à un régime de finance libéralisé, où la forte concurrence sur l'offre de financement réduit les capacités de contrôle des banques sur leurs clients, pour protéger leurs intérêts, les prêteurs doivent préciser les contours de leurs engagements. Ils contractualisent davantage des relations financières auparavant souples. Ils maintiennent une règle de paiement cohérente en répondant au développement de la liquidité par le durcissement des droits de la propriété. Cependant, les pratiques de crédit des banques n'évolueront dans ce sens que si ces dernières sont elles-mêmes soumises à une règle de faillite rendant compte de cette évolution du régime de la propriété. Pour que la concurrence sur l'offre de financement ne dérègle pas l'ordre monétaire, la politique prudentielle bancaire doit donc elle-même évoluer d'une gestion discrétionnaire des défauts vers des règles systématiques, dans lesquelles les créanciers et actionnaires bancaires savent à l'avance comment ils seront traités. Or ce changement de mode de régulation, assis sur une norme de solvabilité unique et sur des principes d'équité conformes au droit des contrats, repose sur sa stricte dissociation de l'institution du prêt en dernier ressort, discrétionnaire par nature. Au Japon, cette séparation, marquant le début de la stabilisation bancaire, n'est intervenue qu'en 1998.

- ***Avant 1998, la tutelle dispose de deux catégories de procédures pour gérer l'insolvabilité bancaire.*** La première est la mise en faillite pure et dure à travers les procédures légales du Code du Commerce prévues pour les entreprises (cf. chapitre suivant). Ces lois sont inadaptées à la gestion d'un défaut bancaire, en particulier parce qu'elles impliquent leur fermeture durable –de six mois à un an– et le gel des dépôts. De fait, elles ne seront utilisées que pour liquider les très petits établissements (Milhaupt [2001b]). En l'absence de procédure de nationalisation, l'alternative est l'amendement de 1986 aux statuts du DIC, dit 'loi de 1986', relatif aux rapprochements bancaires assistés. A moins de demander à la Diète une révision des procédures –ce qu'il n'a jamais fait–, le Ministère des Finances n'a pas d'autre instrument de gestion de crise que les rapprochements bancaires sous cette loi. C'est donc elle qui est utilisée jusqu'en 1998 pour gérer les solutions de convoi dans les opérations de sauvetage. Ses caractéristiques, emblématiques du mode de régulation d'alors, méritent que nous nous y arrêtions un instant.

Bien que désignée comme telle, la ***loi de 1986*** n'est pas une procédure de faillite au sens propre. Le bilan n'est pas déposé, pas évalué ni traité, il n'y a pas de transfert de propriété au DIC pour organiser la procédure et celui-ci ne prend pas de décisions, du moins officiellement. Ce n'est pas un espace de négociation, puisque celle-ci se fait avant et de manière informelle, mais ***un canal légal de rapprochement entre banques privées, qui a l'avantage d'ouvrir la porte au soutien de la Banque du Japon.*** L'accès à ce canal a la particularité de n'être conditionné à aucune règle écrite de traitement des dirigeants, actionnaires et créanciers. Le caractère de 'loi de faillite' de cette procédure vient de ce qu'elle autorise le Ministère des Finances à procéder

d'autorité à des rapprochements, quand il le juge utile²⁶⁸. La faillite prend ainsi la forme d'un rapprochement forcé pour la banque fragile, mais aussi pour les institutions financières appelées à la rescousse, de sorte que *l'actionnariat de celles-ci n'est pas pleinement propriétaire de leur capital mais du capital de l'ensemble du système financier*, selon une règle de solidarité définie au coup par coup par le Ministère. La contrepartie est que les aides consenties, effectuées au titre de l'intervention en dernier ressort, n'impliquent pour y accéder aucune condition écrite de solvabilité, parce que garanties par le DIC, ni n'imposent de traitement systématique préétabli du capital et des autres ayants droit. Suivant les principes définis par Bagehot, ces interventions de la Banque du Japon doivent être de courte durée et sous forme de prêts à taux élevé - puisqu'elles s'appuient légalement sur la fonction de prêt en dernier ressort. Dans la pratique, ce sont des financements de moyen terme, soit sous forme de prêts et garanties à taux réduits, soit sous forme de participations au capital, ce dernier support étant le plus fréquent. C'est sous cette loi de 1986, que la Banque du Japon, au titre du prêt en dernier ressort, devient actionnaire de la structure de cantonnement des sociétés de crédit mutuel en 1995 (*Resolution & Collection Bank-RCB*), de celle gérant la liquidation des *jusens* en 1996 (*Housing Loan Administration Corp.-HLAC*), de la nouvelle banque récupérant les actifs de *Hyogo Bank*, *Midori Bank*, et qu'elle souscrit à l'émission de capital de *NCB* en avril 1997 ! Enfin, étant garanties par le DIC, leurs montants dépendent des capacités financières de ce dernier²⁶⁹. Ceci implique que tant qu'elles sont très faibles –ce qui est le cas jusque 1996–, la procédure ne peut servir de canal d'injection de fonds publics et/ou de nationalisation temporaire que pour de très petites institutions. Au-delà, elle fonctionne seulement comme un canal de transfert de risque entre agents privés, banques entre elles ou avec une structure privée de cantonnement, avec une aide symbolique de la Banque du Japon. Ce système illustre bien le fait que si le libéralisme a besoin d'une loi de faillite, son absence impose le collectivisme, alors seul mode possible de maintien de l'ordre monétaire. La réforme de statuts du DIC en 1996, qui établit la garantie totale des dépôts, a également supprimé le plafond des interventions réalisables dans le cadre de la loi de 1986, sans modifier celle-ci. Cela impliquait en théorie que la Banque du Japon pouvait, à la demande de la tutelle, le Ministère des Finances, effectuer tous les types d'opérations de sauvetage, d'un simple prêt à court terme jusqu'à une injection massive en *open-bank* et cela, sans aucune condition préalable de solvabilité de la banque ni de règle de partage des pertes à respecter, autrement que dans le cadre d'une négociation informelle avec le Ministère !

²⁶⁸ Outre cet usage discrétionnaire de la loi de 1986, le Ministère des Finances pouvait recourir à l'article 26 de la Loi Bancaire, l'autorisant à fermer un établissement totalement ou partiellement 's'il le juge utile', indépendamment des questions de solvabilité, afin d'inciter les autres banques à coopérer. Van Rixtel [1997] fournit également les éléments juridiques sur lesquels le Ministère des Finances s'appuyait pour établir son pouvoir discrétionnaire.

²⁶⁹ Précisément, il peut mobiliser par institution un montant maximal calculé comme les décaissements que l'organisme de garantie des dépôts devrait faire au titre de la garantie des dépôts en vigueur si l'établissement en difficulté était liquidé, ce qui correspond aux pertes sur les dépôts couvertes par la garantie (BIS [2004]).

C'est donc une procédure de faillite totalement discrétionnaire dont peut user la tutelle pour organiser la solidarité de place. Avec la réforme de 1996, on passe d'une organisation collectiviste du système financier à un mixte, un curieux animal juridique assis sur la création monétaire, source de relâchement de la règle de paiement et de désordres monétaires graves quand la libéralisation des activités de crédit et de titres intensifient la concurrence. La tutelle ne se servira pas de cette loi autrement qu'avant, c'est-à-dire pour arranger des convois purs et durs. Mais ce changement potentiel méritait d'être relevé. Sans aucune règle de partage des pertes préétablie et partiellement financée par création monétaire, sous forme de dette ou d'action, sans plafond de montant à partir de 1996, cette loi est un mélange des deux institutions en charge de la gestion des défaillances de marché que sont la faillite et le prêt en dernier ressort. Le début de ce chapitre montre qu'une articulation mal définie entre ces deux instruments est source de risque moral.

La réforme de 1996 de la loi de 1986 crée un instrument d'intervention *dans le marché* fondé sur la création monétaire, et dont le but est de relever le niveau de l'actif net, donc avec un impact volontaire sur la solvabilité. Le pouvoir discrétionnaire du Ministère des Finances devait permettre d'organiser des mécanismes de solidarité hors-marché pour contrer ce risque moral. On retrouve ici la conclusion de la partie précédente, sur le traitement particulier réservé aux actionnaires tout au long de la crise bancaire, à la fois protégés contre les pertes et exclus du mode de résolution, en tout cas au départ. La loi de 1986 est ainsi un mélange emblématique de la conception molle du droit de propriété dans le feu modèle japonais, caractérisé par une dissociation entre la propriété légale et les droits d'usage auxquels elle ouvre, puisqu'elle sert d'outil de recoordination à l'usage d'une institution centrale au pouvoir largement discrétionnaire.

• ***La réforme du dispositif prudentiel de 1998 bouleverse la conception de la propriété sur laquelle se fonde la régulation bancaire***, parce qu'elle crée une distinction et une articulation nettes entre les institutions de la faillite et du prêt en dernier ressort²⁷⁰. D'une part, la banque centrale devient indépendante et ses fonctions de prêt en dernier ressort sont précisées et clairement dissociées des services de trésorerie consentis au DIC au titre du financement des procédures de faillite²⁷¹. Le seul instrument possible pour les deux fonctions est le prêt –le support action est banni²⁷²– mais les principes de tarification sont différents dans chacun des cas.

²⁷⁰ La première conséquence, parfaitement emblématique de ce changement, fut le refus de la Banque du Japon d'apporter des liquidités à la LTCB avant sa mise en faillite en octobre 1998, au motif que l'établissement était manifestement insolvable et qu'elle n'était pas assurée de sa mise en faillite prochaine, compte tenu de l'absence de procédure viable pour un établissement de cette taille. La banque privée étant massivement engagée sur les marchés dérivés internationaux, ce refus a intensifié la crise financière et contraint le Ministère des Finances et le Parlement à adopter de nouvelles lois de faillite (Nakaso [2001] notamment). Cette brève période entre l'indépendance conférée à la banque centrale en 1997 et l'introduction de lois de faillite applicables en 1998 montre bien que, pour fonctionner, le PDR a besoin d'être complété par une règle de faillite.

²⁷¹ L'objectif de prêteur en dernier ressort n'existait pas explicitement avant la réforme des statuts de 1997. Il est à présent explicitement énoncé dans l'article 1 et se différencie des financements d'urgence fournis hors-marché pour organiser la faillite d'un établissement (article 38). Ces deux articles remplacent l'article 25 de l'ancienne loi qui n'établissait pas la distinction claire dans leurs objectifs et statuts entre les interventions dans et hors le marché.

²⁷² Légalement, jusque mars 2001, la Banque du Japon est autorisée à mobiliser des fonds au titre d'actions en dernier ressort sous toute forme de support. Cependant, dans le cas du support actions, elle n'intervient que comme caisse et agent fiduciaire, le gestionnaire et garant étant le DIC. En outre, elle utilisera l'indépendance conférée par ses statuts en 1997 pour refuser de recourir à ces pratiques, interprétées comme un financement monétaire du déficit public et n'entrant pas dans la définition du prêt en dernier ressort (cf. Bank of Japan, *Annual Review*, 1999).

D'autre part, les procédures de faillite codifiées ne sont plus logées dans les lois établissant la tutelle ministérielle ou la banque centrale, mais soit dans le Code Bancaire, soit dans les statuts de l'organisme d'assurance des dépôts. Ce déplacement est important parce qu'il signifie que la faillite bancaire n'est plus considérée comme une institution extérieure et indépendante au marché, mais reconnue comme un élément constitutif de la régulation du marché²⁷³. On y retrouve les caractéristiques de l'institution de la faillite : le dépôt du bilan, le transfert temporaire de la propriété des actifs, une règle de partage des pertes encadrée par une hiérarchie des priorités de remboursement conforme au droit des contrats, des conditions de déclenchement de la faillite par la tutelle ancrées sur une norme de solidité financière qu'elle a définie, et l'interdiction du financement monétaire de la procédure²⁷⁴.

Quelle est *la portée réelle de cette réforme* ? C'est le passage d'une politique de régulation discrétionnaire à une politique fondée sur des règles systématiques, sur lesquelles le marché peut s'asseoir pour organiser son fonctionnement. C'est donc la fin officielle de la politique du convoi, le début d'une nouvelle dynamique institutionnelle, dans laquelle désormais chaque action du régulateur bancaire acquiert une valeur de norme et se répercute sur le comportement de tous les acteurs du marché. Dans cette nouvelle logique normative, le risque moral, qui prend sa source dans une inadéquation des actions de la tutelle et avec le droit des contrats, peut se propager très rapidement, de sorte que la tutelle est d'une manière ou d'une autre contrainte de s'engager dans la stabilisation bancaire. Toutefois, le durcissement des droits de la propriété consacré par la séparation du PDR de la faillite bancaire n'est pas effectif en 1998. La réforme du cadre prudentiel complète la révision des procédures de faillite par l'introduction d'une norme de solvabilité sur laquelle les ancrer, norme qu'elle va assouplir immédiatement pour éviter que son introduction mette l'ensemble du système bancaire en situation de faillite. Son application immédiate est neutralisée grâce à deux instruments soutenant le niveau officiel des fonds propres bancaires en étalant dans le temps l'absorption des pertes : les injections en *open-bank* et l'avoir fiscal sur les pertes. L'insolvabilité est donc « différée », entretenant l'aléa de moralité sur l'offre de crédit, mais son développement est freiné parce que les règles du jeu ont définitivement changé et le cap est fixé. Le comportement des établissements les moins fragiles, les plus aptes à assimiler ces nouvelles règles, va commencer à se distinguer de celui des plus instables. Pour répondre à une contradiction croissante entre le traitement effectif de l'insolvabilité bancaire et la nouvelle dynamique institutionnelle de production de norme et de transparence, la tutelle n'aura

²⁷³ Le Code Bancaire comme les statuts de l'organisme de garantie des dépôts décrivent les conditions d'exercice de l'activité bancaire. A ce titre, les procédures qui y sont logées, et en particulier la règle de partage des pertes, se conforment aux principes généraux du Code de la faillite des entreprises, au droit général des contrats.

²⁷⁴ En mars 1999, le DIC cesse de se financer auprès de la Banque du Japon autrement que pour de la trésorerie de court terme ou la gestion des crises à chaud. Le financement monétaire du DIC, même garanti par l'Etat, amollit potentiellement la règle de faillite puisque les opérations du DIC n'étant pas immédiatement intégrées dans la dépense et la dette de l'Etat, le contrôle du Parlement et la contrainte de rendement du DIC sont relâchés.

alors pas d'autre choix que de durcir les droits de la propriété, en relevant la norme de solvabilité bancaire. La réconciliation des pratiques de crédit, de la règle de faillite bancaire avec la révolution juridique de 1998 est l'histoire racontée dans ses grandes lignes à la fin de la première partie du chapitre.

2.2. Deuxième point de départ : résoudre la question technique du réalisme de la faillite²⁷⁵

- L'insolvabilité doit être sanctionnée par la faillite et celle-ci doit systématiquement se traduire par des pertes pour l'actionnaire. En même temps, les banques participent au système de paiement et une rupture dans leurs activités autres que celles attachées de règlement monétaire, peut perturber gravement un grand nombre d'agents économiques. L'évènement ne doit donc pas empêcher la poursuite des activités de règlement et vise à limiter autant que possible la suspension des autres activités, comme celles de crédit. Et cette contrainte croît avec la taille de l'établissement. Quand une banque est placée en faillite, sa destinée est donc la nationalisation, virtuelle –si un acquéreur solvable s'est immédiatement manifesté– ou durable. Il faut donc prévoir une procédure pour gérer cette contrainte sur les actifs. En 1998, les injections en *open-bank* ne sont pas juridiquement considérées comme des procédures de faillite. Leur déclenchement n'entraîne aucune décision de justice rendue par un tribunal et ils ne peuvent entamer les droits des actionnaires que si ces derniers y consentent. C'est dans cette faille de la politique prudentielle que les banques vont s'engouffrer, pour bénéficier d'un recapitalisation sur fonds publics sans sanction. On y reviendra. La vraie menace est alors la nationalisation. Mais les autorités y rechignent parce qu'elle les vulnérabilise beaucoup. Les procédures de nationalisation existantes préservent-elles suffisamment l'actif et assurent-elles la transparence nécessaire pour lutter contre les pressions politiques ? C'est une question de réalisme de la faillite. Nulle avant 1998, la menace de nationalisation devient 'techniquement' crédible en 1998, mais ce n'est qu'après 2001 que le Japon est doté d'un dispositif complet. Depuis, la solution de nationalisation n'est plus un problème et les réticences des autorités à y recourir ne viennent pas de son coût.
- Avant 1998, l'alternative était entre la solution de convoi promue par la loi de F&A de 1986 et la liquidation pure et dure. Autrement dit, la faillite était impossible. Les réformes de 1998 la rendent possible. Le Tableau 7 décrit les opérations de gestion de crise réalisées par l'organisme de garantie des dépôts japonais. Sur les 38,4 trillions de yens de fonds publics déboursés (7,4% du PIB), 30% sont destinés aux injections en *open-bank* et le reste à la gestion des faillites légales²⁷⁶. Sur ces 70% restants, un faible pourcentage concerne les solutions de marché immédiates. Le DIC n'a pour ainsi dire pas effectué d'opération de P&A par blocs d'actifs. Quand aux F&A

²⁷⁵ Outre les références fournies plus bas, cette partie s'appuie sur le statut du DIC disponible en anglais sur son site (www.dic.gov.jp) sur les fiches techniques fournies par le DIC et la Banque du Japon, sur les *statements* de la FSA ainsi que sur Nakaso [2001] et BIS [2002]. Pour une description précise du dispositif complet de faillite après les ajustements de 2001, voir Financial Council : *Report on the Framework of the DIC system and resolution of failed financial institutions after the determination of special measures*, december 1999.

²⁷⁶ Les rachats d'actifs sur les banques saines par la RCC ne représentent qu'à peine 1% des actifs gérés par le DIC. Les fonds déboursés au titre des faillites légales sont rassemblés sous le chapitre commun dit de l'Assistance financière, qui décrit le mode de calcul des octrois de garantie, accords de partage des pertes secondaires et acquisitions d'actifs pour toutes les opérations financières du DIC.

assistées, elles sont peu nombreuses pour toutes les catégories d'établissements²⁷⁷. Au total, *l'alternative est depuis le début de la crise jusqu'aujourd'hui entre la survie et la nationalisation*. Dans ce dernier cas, les solutions de faillite doivent donc être efficaces. L'acteur public éprouve naturellement de la répugnance à gérer l'activité courante d'une institution financière, parce que ce n'est pas son métier, parce que les montants engagés sont très vite élevés et parce qu'il se retrouve à ce moment-là extrêmement vulnérable face aux pressions politiques. Plus les conditions de revente d'une banque sont difficiles, plus il hésitera à la mettre en faillite. Or au Japon, le caractère général de la crise et l'absence de marché de cessions imposent la solution de nationalisation. L'hésitation des autorités diminue toutefois (1) s'il est possible d'évaluer rapidement la qualité des banques (transparence comptable et de la gouvernance) et (2) si les procédures de faillite prévoient une transparence suffisante et de bonnes conditions de travail pour traiter la banque. Ce n'était pas le cas encore en 1998, mais ça l'est devenu.

Tableau 7 – les déboursements du DIC et le coût direct de la crise bancaire japonaise

Année budg.	Opérations d'assistance financière du DIC (P&A, nationalisations et reventes, liquidations)				Injections en <i>open-bank</i> (e) (nombre)	Faillite de banques par actions [Nombre d'établiss. mutualistes]	Rachats d'actifs sur banques saines (g) (mds yens)
	Banques par actions	Autres IF (a)	Encours mobilisés (mds yens)				
			Rachat d'actifs	Garanties			
1992-95	<i>Hyogo</i> (1995)	8	8,0 prêts	709,2		3 [11]	-
1996	<i>Taiheiyo</i>	5	90,0	1316,0	0	1 [4]	-
1997	<i>Hanwa</i>	6	243,1	152,4	0	3 [14]	-
1998	<i>Fukutoku</i>	25	2681,5	2684,3	21 (b)	5 [25]	-
	<i>Kyoto Kiyoei</i>						
	<i>Hokkaido Takushoku</i>						
	<i>Tokuyo City</i>						
	<i>Midori</i>						
1999	<i>Long Term Credit Bk</i>	15	1304,4	4637,1	23	5 [39]	21,7
	<i>Nippon Credit Bank</i>				8 (c)		
2000	<i>Kokumin</i>	16	850,1	5156,4	4 (c)	0 [14]	12,6
	<i>Namibaya</i>						
	<i>Kofuku</i>						
2001	<i>Niigata Chuo</i>	35	406,4	1642,4	5 (c)	2 [54]	20,6
	<i>Tokyo Soma</i>						
2002	<i>Chubu</i>	49	794,9	2318,3	0	0 [0]	205,7
	<i>Ishikawa</i>						
2003	<i>Ashikaga</i>	0	1000(h)	0	2 (d)	1(f) [0]	64,1
2004	/	0	0	0	0	0	23,3
2005	/	0	0	0	0	0	5,2
Montants totaux mobilisés (mds yens)			7378,4	18616,1	12420 (31 banques)		353,3

Notes : Les déboursements du DIC au titre de l'assistance financière peuvent être décalés par rapport aux faillites de l'année ; (a) *shinkin banks* et *Credit Cooperatives* ; (b) 1,82 trillions de yens ; (c) 8,6 trillions de yens ; (d) 2 trillions de yens ; (e) Ces injections ne tiennent pas compte des fonds mobilisés par la Banque du Japon au titre de l'article 25 de ses statuts jusque 1998 puis de l'article 38. Ces pertes, sur *Nippon Credit Bank*, *Tokyo Kyodo Bank* et *Midori Bank* atteignent 43% des 210 milliards d'avances (Nakaso [2001]) auxquelles il faut ajouter celles sur *Yamaichi Securities*, de 110 milliards sur 1,3 trillions d'avances. (f) *Ashikaga Bank* décembre 2003. (g) au prix d'acquisition, soit en moyenne 8,7% de la valeur faciale. (h) Evaluation PSA des fonds à mobiliser ; Source : Deposit Insurance Corp of Japan

²⁷⁷ Elles concernent une petite dizaine de banques régionales –presque autant que ceux bénéficiant d'injections– et 160 établissements mutualistes de très petite taille, soit 40% des rapprochements opérés entre eux.

• En remplacement de la loi de 1986, les réformes de 1998 ont introduit un schéma d'assistance financière décrivant les conditions de rachat d'actif par le DIC et de soutien aux rapprochements, et une procédure dite de '*nationalisation temporaire*' (*Special Public Management, SPM*)²⁷⁸. C'est elle qui a servi au traitement de LTCB et NCB. Cette procédure s'appuie sur les lois de faillite d'entreprise en vigueur. Comme à cette époque, celles-ci n'avaient pas encore été révisées, c'est la *Corporate Rehabilitation Law* qui sert de support juridique²⁷⁹. Mais la procédure définie dans les statuts du DIC et qui doit adapter cette loi à l'activité bancaire en maintient des particularités qui expliquent en partie le coût final plus élevé que prévu de la revente des deux banques. Le statut de nationalisation temporaire vient de ce que le transfert de propriété des actifs à la tutelle est juridiquement considéré comme transitoire. Autrement dit, comme dans une faillite d'entreprise, les actionnaires ne sont pas exclus définitivement et leur capital n'est pas nullifié d'entrée. Leur traitement n'intervient légalement qu'au terme de la procédure. Ce détail a deux conséquences : la première est que même si cela est peu probable, le transfert peut se faire avec seulement une réduction partielle de capital et la participation des anciens actionnaires à la remise sur le marché²⁸⁰. La deuxième est que les pouvoirs de l'administrateur provisoire sont limités. D'une part, pendant la procédure, le périmètre de l'activité bancaire est restreint et il ne peut être engagé de traitement en masse des bilans par l'externalisation des créances douteuses, l'effort de restructuration n'étant engagé qu'après l'élaboration du plan de restructuration. ***Sous cette procédure, la franchise bancaire se dégrade rapidement parce que la source des pertes n'est pas traitée et les pertes pas externalisées.*** Il faut ajouter que les statuts du DIC ne prévoyaient pas encore de séparation obligatoire des comptes nouveau/ancien dans les procédures de faillite, de sorte que l'isolement des pertes n'était pas systématique et dépendait de la volonté de la tutelle... une tutelle pas indépendante et qui alors, ne voulait en aucun cas casser le système de banque principale et briser des relations de crédit de long terme, même perverses.

Le problème concret rencontré dans les cas cités est alors que la revente des banques, si elle est immédiate, se fait en bloc ou avec de nombreux actifs dépréciés, de sorte que l'accord de revente implique une clause de partage des pertes dont les montants potentiellement engagés par l'Etat sont élevés. Outre les difficultés classiques de négociation de ces clauses, ce transfert de mauvaises créances risque de reproduire les comportements bancaires déficients des banques mises en faillite, quand les problèmes de gouvernance sont généraux aux banques, ce qui est le

²⁷⁸ Les procédures de faillite de 1998 (nationalisations, F&A assistée et P&A) sont votées en bloc dans la *Financial Reconstruction Law* (précisément *Emergency Measures for the Reconstruction of the Functions of the Financial System*), avec l'instauration de la garantie totale de tous les passifs bancaires jusque 2002. C'est le même paquet législatif qui alloue 35 trillions de yens au DIC pour financer les faillites bancaires (Compte Général et Compte de Restructuration Financière dans la Figure 12). Elle institue également une nouvelle définition des créances douteuses que l'on voit plus loin. Le lecteur notera que toutes les opérations du DIC réalisées sous la *Financial Reconstruction Law* concernent des banques en faillite légale, non-saines ou sous injection.

²⁷⁹ Cf. chapitre suivant V – 4.1. sur les caractéristiques de cette loi de faillite.

²⁸⁰ La procédure ne précise pas s'il s'agit d'une règle de priorité absolue ou relative dans l'ordre des remboursements.

cas au Japon. Dans ces conditions, *l'Etat a négocié des clauses de partage des pertes qui ne pouvaient que lui être défavorables*²⁸¹.

Encadré 15 – L'article 102.1 du DIC : les trois options d'intervention sur les actifs bancaires

Les procédures d'intervention du DIC en cas de crise de solvabilité bancaire sont organisées en trois options à partir de l'article 102.1 des statuts du DIC, qui en est le point d'entrée.

L'alinéa 102.1.(1) prévoit l'injection en *open-bank* sur la base du volontariat. Les conditions qualitatives systématiques associées sont décrites dans l'annexe n°11 –rubrique *DIC Law 102.1.(1)* –.

L'alinéa 102.1.(2) prévoit la mise sous administration provisoire selon la procédure qui a servi à LTCB et à d'autres banques régionales. C'est la nationalisation temporaire initiale de 1998 (*Special Public Management*). Dans cette procédure, l'actionnaire est évincé potentiellement et provisoirement et les dirigeants, évincés, font l'objet d'une enquête de responsabilité. Bien qu'elle peut durer une année, les pouvoirs de l'administrateur provisoire sont limités (art. 74). Toutefois, depuis 2003, la structure de gouvernance est systématiquement refondue sur le type '*Committee System*' promu par le Comité de Bâle (cf. Chap.IV-5.5). Cette procédure peut déboucher sur le retour normal sur le marché, une F&A non assistée avec rachats d'actifs par le DIC au titre de l'article 53, ou se conclure par une réorientation vers l'alinéa (3).

Le dernier alinéa 102.1.(3) a été ajouté en mars 2000. Il est très important puisque c'est lui qui prévoit la mise en faillite véritable (*special crisis management*), qui s'ouvre par un rachat des actions par le DIC à zéro yen puis leur annulation. Il est déclenché par le Premier Ministre –délégué par le Commissaire de la FSA– sur l'avis du *Financial Crisis Council*, si et seulement si les alinéas 1 puis 2 ne sont pas des recours viables. C'est à partir de cette procédure qu'une *bridge-bank* ou qu'une opération de P&A peuvent être organisées. L'administration provisoire au titre de l'alinéa (3) permet d'évincer les dirigeants, les administrateurs et les auditeurs (art. 114.2) et engage normalement des enquêtes judiciaires pour déterminer leurs responsabilités civiles et pénales. Le DIC nomme alors leurs remplaçants (art 139) sous réserve d'approbation de la FSA et peut recourir autant qu'il le juge nécessaire à des personnalités extérieures pour le représenter (depuis 2003 seulement). Ces nouveaux responsables ont alors toute latitude pour engager immédiatement la restructuration, y compris les structures de gouvernance et les cessions d'actifs. Parallèlement, le DIC engage immédiatement des recherches pour trouver une solution de reprise. La durée de vie d'une *bridge-bank* est de deux années, extensible à trois.

Parallèlement, l'article 53 est la base légale sur laquelle reposent tous les rachats d'actifs par les structures de cantonnement du DIC. Qu'il s'agisse de transfert d'une banque saine, en administration provisoire ou d'une *bridge-bank*, ces transferts ont la même base légale et la même méthode de valorisation, ce qui permet de séparer strictement le financement de liquidation de celui de la garantie des dépôts.

● Cette procédure est toujours en vigueur, mais elle est concurrencée par ***un dispositif plus efficace d'administration provisoire, permettant de recourir à la technique de la bridge-bank***. Cette dernière solution a l'avantage d'évincer immédiatement, définitivement et totalement les actionnaires anciens. L'activité bancaire peut donc continuer normalement, appuyée par les financements du DIC, de sorte que la franchise bancaire est préservée. L'administrateur provisoire –mandaté par la FSA– reçoit également la mission d'engager immédiatement la restructuration en vue de l'établissement d'une *bridge-bank*. Les mauvais actifs sont ainsi sortis des bilans –*bad bank*– et systématiquement transférés à l'organisme central de cantonnement public, la RCC (voir plus bas). La structure de gouvernance peut être complètement refondue selon le modèle privilégié par la supervision bancaire. Cette solution de *bridge-bank* ne peut cependant être

²⁸¹ Dans le cas de LTCB, cette clause s'appuie sur le principe du partage des pertes et des bénéfices, mais aussi sur celui de l'abandon total des pertes à l'Etat quand celles-ci dépassent 30% de la valeur des créances au moment du transfert de la banque.

appliquée telle quelle que suite à un travail préalable d'évaluation des actifs, comme pour les P&A²⁸². ***Elle ne devient une menace crédible pour les grandes banques que s'il y a un système comptable et un dispositif d'intervention précoce performants.*** Quand la solvabilité d'une banque se dégrade, les inspections de la FSA sont déclenchées pour savoir comment formuler l'injonction administrative de redressement, mais aussi et surtout, pour montrer qu'elle se prépare à une éventuelle nationalisation. C'est un éclairage important pour expliquer pourquoi la tutelle japonaise attache tant d'importance aux ***inspections sur site***, encore aujourd'hui, bien que les banques japonaises valorisent maintenant correctement leurs pertes. La même raison se cache derrière la pression au développement de modèles de valorisation des provisions complémentaires. Il s'agit de rendre la menace de faillite techniquement crédible, même pour les grandes banques.

Malgré les progrès entrepris, dans les cas de faillite soudaine, la *bridge-bank* n'est pas utilisable seule. Sans préparation, la tutelle n'a d'autre choix que d'engager la nationalisation temporaire, solution coûteuse et potentiellement déstabilisante. Or au Japon, ce risque de crise soudaine est plus élevé qu'ailleurs, en raison des avoirs fiscaux qui composent une part anormalement élevée du Tier 1 des banques, et qui peuvent être remis en question brutalement. L'arsenal des procédures de faillite est devenu complet et rend ***la menace de faillite techniquement crédible depuis l'introduction, après 2001, d'une procédure d'administration temporaire bancaire (Financial Reorganisation Administrator-FRA)***, appuyée sur la loi de faillite d'entreprise de type *Chapter 11* introduite en 1999, la ***Civil Rehabilitation Law (CiRL)***²⁸³. L'insolvabilité de la banque n'ayant pas été préparée, la FSA ne peut pas fournir le taux de perte à appliquer aux dépôts, qui doit fournir le montant de l'assistance financière du DIC. Comme il est impossible d'évaluer immédiatement les pertes sur les dépôts non-couverts à 100%, le DIC ne peut assurer sa mission de garantie dans des conditions normales sauf à geler tous les dépôts. Légalement, cette situation est interprétée comme une 'réunion incomplète du Comité des créanciers' –ici les déposants–. Pour la rendre complète, la FSA déclenche une procédure CiRL dans laquelle le tribunal officialise le dépôt de bilan –fixe l'état des passifs– et la désigne automatiquement comme administrateur FRA. A partir de ce moment, la procédure de faillite étant ouverte, le bilan est déposé entre les mains de l'administrateur qui en a la propriété temporaire et la banque est légalement 'protégée' des comportements opportunistes. ***A la différence de la nationalisation temporaire, la CiRL permet à l'administrateur d'engager immédiatement les restructurations, la séparation des actifs et des négociations de cession, sans limite.*** L'exécution est d'autant plus simple et rapide que le seul représentant du comité des créanciers

²⁸² Pour minimiser les transferts de richesse au détriment de l'Etat, l'assistance financière est plafonnée à un montant équivalent à l'encours des dépôts assurés au-delà de la garantie publique multiplié par le taux de perte sur les actifs après épuisement du capital des actionnaires (Nakaso [2001]).

²⁸³ Voir chapitre suivant V - 2.2. pour une description de la procédure.

est la tutelle, c'est-à-dire l'administrateur, et que le repreneur des actifs dépréciés est systématiquement la RCC. Le chapitre 102.1.(3) reprend le principe de séparation des actifs en nouveau/ancien comptes et d'externalisation systématique des pertes par l'administrateur, en le généralisant à toutes les procédures de faillite (cf. Encadré 15). A l'issue de cette période d'administration provisoire –d'un an maximum– (i) soit les actifs sains sont nationalisés et regroupés dans la *bridge-bank* tandis que les autres sont centralisés dans la structure de réalisation du DIC, la RCC (ii) soit la faillite est résolue par une reprise sous assistance financière du DIC et dans ce cas, **les créances douteuses sont systématiquement valorisées et rachetées par la RCC**. Même dans les cas de reprise totale et immédiate des actifs, les inspections de la FSA effectuent le travail d'élagage dans les premiers mois de la cession. L'externalisation des pertes post-cession est là encore obligatoire. Le dispositif FRA fournit donc la base légale d'une mise en faillite d'une grande banque dans toutes les conditions, qui sanctionne avec certitude les actionnaires, et qui garantit une remise sur le marché avec un risque moral minimum, en imposant l'isolement systématique des pertes.

- Pour résumer, la faillite bancaire est devenue possible à partir de l'introduction de la *Financial Revitalization Law* d'octobre 1998, mais le schéma proposé était excessivement coûteux compte tenu de la difficulté à évaluer les actifs rapidement et des spécificités de la procédure. A partir de 2003, non seulement les banques évaluent mieux leurs pertes et des outils d'évaluation systématique ont été mis en place (cf. 4.1.3.- méthode DCF), mais les procédures de faillite existantes permettent d'intervenir dans n'importe quel cas. La faillite est devenue techniquement crédible.

Figure 11 – Que sont devenues les banques régionales placées en faillite ?

	<u>Banque en faillite</u>	<u>Repreneur</u>	<u>Injections post reprise</u>
{Special Public Manag} {Bridge banks}	Kokumin Bank	Yashiyo Bank	oui
	Kofuku Bank	Kansai Sawayaka Bank	oui
	Tokyo Sowa Bank	Lone Star (US)	recapitalisation privée post reprise
	Namihaya Bank	Daiwa Bank	oui
		Kinki Osaka Resona	
	Niigata Chuo Bank	Higashi Nihon Bank	oui
		+ Daiko, Daichi, Hachijuni Banks	
	Ashikaga Bank	?	
	Ishikawa Bank	Hokkuriku + Hokkoku	non
		+ First Bank of Toyama Banks	
	+ Kanazawa & Noto Shinkin Banks		
Chubu Bank	Shimizu + Shizuoka	non	
	+ Tokyo Star Banks		

- Le schéma de *bridge-bank* n'étant véritablement applicable que depuis la création de la FRA en 2001, les banques tombées avant furent mises sous nationalisation provisoire (SPM) et revendues quelques mois après. Le DIC a engrangé des pertes, mais proportionnellement moindres que pour les deux grandes banques LTCB et NCB. En fait, les ventes ont été rapides et effectuées dans de bonnes conditions pour le DIC. Par contre, **tous les établissements qui les ont récupérées sont aujourd'hui en situation difficile et représentent la quasi-totalité de ceux**

bénéficiaires d'injections (cf. Figure 11) ! Ces établissements ont soit voulu vite croître en taille dans leur région, soit ont été acquis après des offres intéressantes de fonds étrangers. Ces problèmes ne sont pas observés dans le cas des deux filiales *bridge-banks* créées pour les banques régionales *Chubu* et *Ishikawa*. La reprise n'a concerné que les bons actifs et n'a pas généré de pertes chez les repreneurs, par ailleurs affichant de bons ratios de solvabilité. Comme la *bridge-bank* permet des cessions progressives, par compartiments ou blocs d'actions, et seulement après extraction des mauvaises créances, les risques d'entretenir les défaillances de comportements bancaires et d'attirer les banques en quête de taille sont moindres. Inversement, dans la SPM, le DIC n'est que l'intermédiaire entre deux co-contractants privés, le repreneur et le défaillant.

2.3. Troisième point de départ & talon d'Achille : la tutelle non-indépendante

- L'indépendance de la tutelle bancaire est une question cruciale parce que cet organisme, quand il concentre les missions de contrôle et de réglementation, dit et fait respecter la règle de paiement appliquée aux banques. En particulier, il décide de la nature des sanctions à imposer aux banques dont la solvabilité se dégrade. Au Japon, l'organisation de la tutelle bancaire est réformée en plusieurs étapes, à partir de juin 1998 et jusque janvier 2001, date à partir de laquelle elle prend sa forme définitive²⁸⁴. Le Ministère des Finances, décrédibilisé par la crise bancaire ouverte de 1997-98, par son incapacité à gérer les deux gros défauts *Nippon Credit Bank* et *Long Term Credit Bank* et par la multiplication des scandales de corruption, est démantelé et réduit à un Ministère du Budget. Cette perte de crédibilité ne touche pas seulement l'ancienne tutelle. Elle atteint aussi le système de régulation antérieur : ayant perdu toute crédibilité dans sa capacité à imposer la solidarité de place et le convoi, les solidarités implicites entre institutions financières se délitent, au niveau des fédérations professionnelles et entre elles, et il devient nécessaire d'imposer un nouveau régime prudentiel à partir de règles explicites.

Depuis 2001, les organes de supervision et de contrôle du système financiers sont regroupés dans une agence indépendante –*Financial Services Agency (FSA)*– chapeautant l'ensemble des institutions financières monétaires et non monétaires, ainsi que la tutelle des marchés financiers –*Securities & Exchange Commission*– et, depuis mars 2004, les professions d'audit et d'expertise comptable. Il s'agit donc d'une organisation à la britannique, concentrant les pouvoirs réglementaires, de contrôle et de sanction de l'ensemble des activités financières. Cette structure est une résultante de la libéralisation financière, puisque les interdépendances fortes entre catégories différentes d'institutions doivent avoir pour contrepartie une approche prudentielle transversale fondée sur les produits et non sur les statuts et donc une forte puissance de réglementation et de contrôle. De ce strict point de vue, le Japon a pris de l'avance par rapport à des pays comme les Etats-Unis ou la France.

²⁸⁴ Van Rixtel [1998] & [1997] fournissent une excellente présentation de l'organisation prudentielle avant la réforme.

La FSA décide-t-elle en toute indépendance de la politique prudentielle et de stabilisation bancaire ? On peut en douter.

- Elle a su construire son indépendance par rapport aux milieux d'affaire en commençant par adopter, en 2001 –et comme la Banque du Japon le fit en 1998 quand elle acquit son indépendance–, un code de bonne conduite interdisant l'*amakudari*, c'est-à-dire le parachutage de fonctionnaires dans des institutions privées auparavant sous leur supervision. Surtout, l'arrivée de M. Takenaka à la tête du Ministère, en septembre 2002, marque l'ouverture d'un conflit dur avec les milieux bancaires –désigné comme le ***Takenaka krach*** à la bourse de Tokyo–, qui a eu la vertu de poser explicitement une distinction entre l'intérêt promu par la politique bancaire –la préservation du bien collectif qu'est le système de paiement– et celui défendu par la communauté des banquiers. C'était la première fois. Ce conflit ouvert a permis de construire rapidement un rapport de force qui manquait, et une crédibilité dans sa détermination à en finir avec la crise bancaire. Cette indépendance vis-à-vis des supervisés est singulièrement renforcée en avril 2004, quand la FSA obtient de la Diète une réforme des professions d'audit et d'expertise-comptable, allant dans le sens d'une indépendance et d'une responsabilisation accrue des commissaires aux comptes des banques (cf. Encadré 18). Enfin, le ***sauvetage de Resona en juin 2003***, alors que le groupe bancaire était massivement insolvable, a été suivi d'un scandale politique au sujet de pressions que la tutelle aurait exercé sur la banque pour la contraindre à accepter le plan d'injection. Ce scandale a failli coûter à M. Takenaka son siège à la tête de la FSA, ce qui en a résulté un durcissement très net des programmes d'injection (cf. 2.4. du chapitre) ainsi que, pour ce qui nous concerne, la création d'un département d'inspection interne –dont la faible indépendance ne garantit pas l'efficacité–, et l'obligation faite par la tutelle de justifier par écrit tous ses contacts avec les banques et décisions les concernant. La réaction vigoureuse de la tutelle à ce scandale ne doit pas être comprise comme une preuve de collusion avec ses supervisés. C'est au contraire une réaction de défense d'un superviseur qui a de plus en plus de difficultés à assumer les missions contradictoires qui lui sont confiées, à mesure qu'il progresse dans la stabilisation bancaire. On touche aux relations de la FSA avec les organes politiques.

- ***Les statuts de la FSA ne la protègent pas contre les interférences politiques***, parce que son indépendance n'est assurée (i) ni dans la définition de sa position dans l'appareil d'Etat, (ii) ni dans les missions qui lui sont confiées, (iii) ni par son budget.

(i) Statutairement, la FSA est une agence missionnée rattachée au Cabinet du Gouvernement, comme l'Agence de la Défense, l'Autorité Sanitaire et la Commission de la Concurrence. Ce statut la met sous le contrôle de l'ensemble du Gouvernement et de la Diète, et non sous la seule autorité du Premier Ministre. De plus, la direction exécutive de la tutelle échoit au Commissaire de la FSA, son directeur général, dont la nomination pour un mandat à durée

fixe doit recevoir l'approbation du Premier Ministre et de la Diète. Quelle est la faille ? D'abord, **la Banque du Japon n'est pas consultée** dans ce choix alors qu'elle est amenée à travailler avec la FSA. Ceci n'est cependant qu'un détail. Ce qui pose vraiment problème, c'est que **ce Commissaire est chapeauté par trois politiques**, un Ministre d'Etat du Système financier, véritable chef de la FSA auquel sont associés deux Vice-Ministres, qui occupent l'un les relations du Ministère avec la FSA et l'autre, les relations de tout le Ministère avec la Diète. Cette structure, séparant la présidence (Ministre d'Etat) de l'exécutif (Commissaire) a été faite au départ pour permettre à la FSA de dialoguer avec les autres Ministères sur un rang protocolaire égal, notamment sur les questions fiscales touchant aux institutions financières, exclues de sa compétence –on y revient plus bas–. Les conséquences sont multiples. Les relations de la FSA avec la Diète et avec le Gouvernement échappent complètement au Commissaire, qui n'a donc pas de capacité d'initiative pour proposer des lois. Il ne contrôle pas non plus la politique de communication externe de la FSA, de sorte que la plupart des annonces de presse lui échappent. Autre conséquence, l'organe chapeautant les activités d'audit et d'expertise comptable et élaborant les grands principes comptables (*Certified Public Accountant & Audit Oversight Board*) est rattaché au Ministre d'Etat et non à l'autorité du Commissaire de la FSA, ce qui est très dommageable, parce que son indépendance s'en trouve fragilisée dans le travail d'élaboration des manuels d'inspection et de production de normes de transparence des comptes. Même si les relations entre le Commissaire et le Ministre d'Etat sont codifiées, celui-ci est en mesure de participer davantage aux décisions de politique bancaire et financière et donc d'y introduire des interférences. Enfin, par son titre, le Ministre d'Etat du système financier participe intégralement au Gouvernement et par conséquent, même si la FSA est une Agence indépendante statutairement, ses décisions sont appréhendées par le public à la couleur politique du Gouvernement, et ceci n'est pas neutre sur l'action du Ministre en question.

Cette structure politique chapeautant la FSA est donc potentiellement nuisible. Elle a une résonance potentiellement très forte sur le travail de la FSA parce qu'elle ne prévoit pas de Conseil de Direction officiel –*Board*–, de sorte que le Commissaire est le seul organe central de l'Agence. Comme le mandat de ce dernier est assez court pour qu'il ait du mal à asseoir son autorité et à s'extraire des influences politiques, il en résulte que chaque direction a une grande autonomie, avec pour conséquence des risques d'interférences extérieures multiples.

(ii) Les statuts de la FSA lui imposent une **mission de préservation de la stabilité macroéconomique parallèlement à sa mission prudentielle** classique²⁸⁵. Il s'ensuit que la FSA peut avoir à rendre des comptes sur une éventuelle intensification du rationnement du crédit produit par la pression à l'assainissement des banques. La prise en compte de cette dimension

²⁸⁵ “In order to make the financial system, which forms an essential infrastructure for economic activities, conducive to the vitalization of the national economy, the FSA aims to build a dynamic financial system. Furthermore, the FSA aims to ensure smooth operation of finance and thereby contribute to the development of the national economy so that necessary funds are smoothly supplied to sound medium and small enterprises and new emerging industries which will be important in a next era.” (Source : *Law for the Establishment of the FSA / fonction 1*).

macro dans une règle de faillite dénature celle-ci et pervertit nécessairement toute la stratégie prudentielle. Elle élargit un peu plus la brèche ouverte par ses relations statutaires à l'appareil politique. On reconnaîtra les implications de ce mélange institutionnel tout au long de ce chapitre, dans la politique de chaud et froid conduite par M. Takenaka depuis octobre 2002, faite de décisions fortes et de retraits. Elles trouveront deux traductions très concrètes : la première par le choix de sauvetage de *Resona*, dans le seul but d'éviter un choc bancaire négatif qui aurait durci l'offre de crédit (cf. Encadré 19) et la seconde, à travers l'imposition aux banques bénéficiaires des injections d'un objectif de développement du crédit aux PME –alors qu'elles devraient précisément mener une politique active de réduction d'actifs– puis la généralisation de cet objectif par son introduction dans le dispositif PCA, rendant son non respect sanctionnable

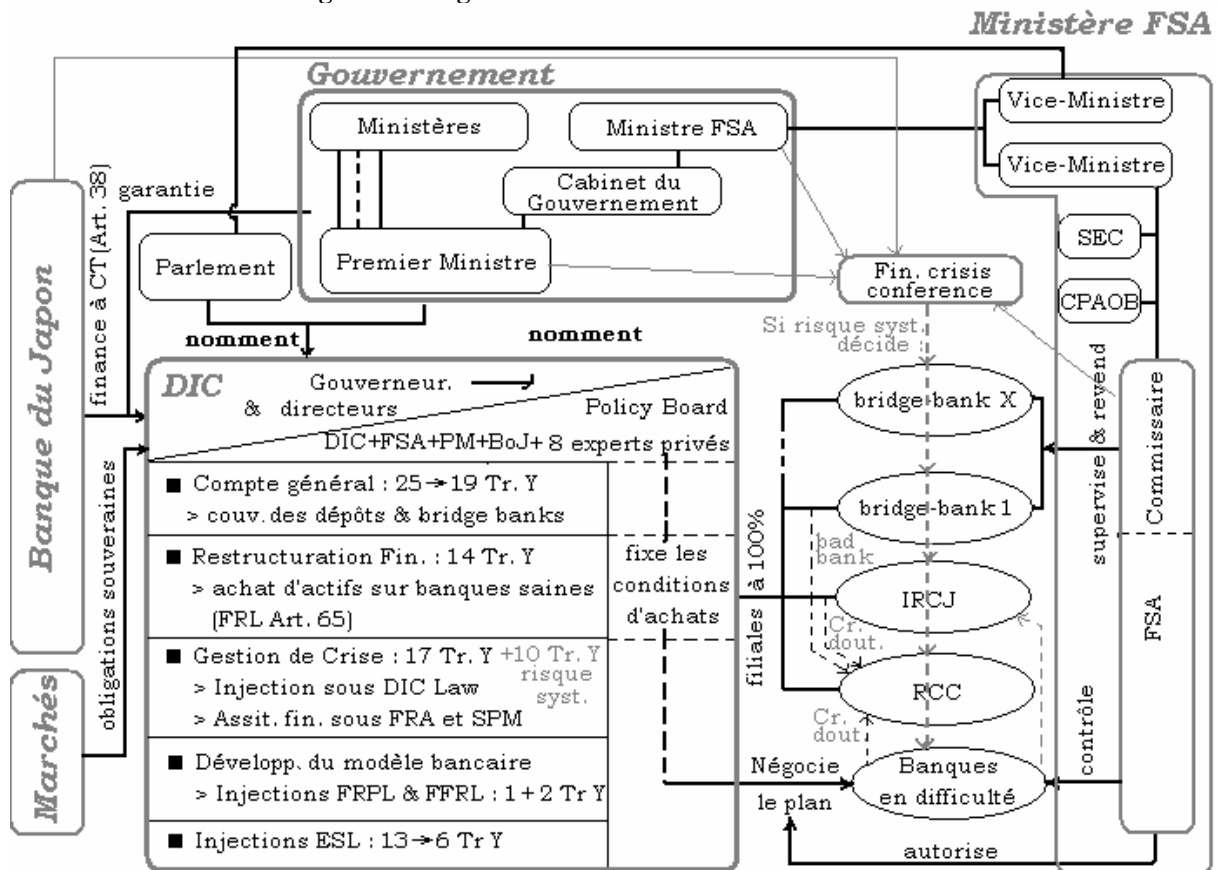
(iii) La question des moyens enfin. Ce dernier élément est d'autant plus important dans le cas du Japon que pour compenser le risque moral produit par l'interdiction de la faillite bancaire, la FSA a axé sa politique prudentielle sur ***les inspections sur site, fortes consommatrices de moyens***. Elle nécessite des ressources financières flexibles, beaucoup d'inspecteurs, des compétences techniques fortes et des pouvoirs de sanction étendus. Le fait que la FSA rassemble les fonctions de réglementation et de contrôle lui permet d'adapter rapidement les manuels d'inspection sur lesquels sont fondés les audits bancaires aux nouveaux besoins apparus lors des inspections. Elle permet aussi d'établir des sanctions immédiates et d'engager des poursuites judiciaires dans le cadre des inspections. Celles-ci sont d'ailleurs considérées comme efficaces. Par contre, ces manuels n'ont pas force de loi, mais sont des règlements et par là, sont sujets à contestation par rapport à une loi existante²⁸⁶. Enfin, comme pour le DIC, les moyens de la FSA ont longtemps été sous-dimensionnés et le sont encore, malgré des efforts sensibles. La FSA ne bénéficie pas d'une indépendance budgétaire, de sorte que si elle doit intensifier ses inspections en fréquence ou en profondeur d'analyse, elle doit d'abord obtenir les crédits du Ministère des Finances²⁸⁷. Quant à ses effectifs, à Tokyo, ils sont passés de 500 salariés en 1999 (y compris le Ministère des Finances), à 766 en 2001 et presque 900 en 2005, auxquels il faut ajouter les 1 400 fonctionnaires locaux des anciennes agences du Ministère des Finances, en charge du contrôle des établissements locaux. Ces effectifs sont à comparer aux 5 000 fonctionnaires des seules tutelles bancaires aux Etats-Unis ! Depuis 2001, toutefois, la FSA est autorisée à recourir à des experts externes pour appuyer les inspecteurs. Elle n'y recourt vraiment que depuis la refonte des métiers de l'audit et du conseil, qui consacre leur séparation, et la mise sous sa coupe de l'organisation professionnelle de l'expertise comptable (*Certified-Public Accountant Oversight Board*, CPAOB - **Figure 12**), soit en 2004.

²⁸⁶ Ce problème est assez important pour créer des résistances à l'application des manuels d'inspection à l'intérieur des banques et faire l'objet d'une recommandation du FMI dans ses recommandations Article IV de Septembre 2003.

²⁸⁷ Les recommandations de Bâle promeuvent le principe du financement des inspections par les banques ciblées.

L’évolution de la taille et des fonctions du DIC est toujours représentative de l’effort réel des autorités à traiter une crise bancaire, puisque dans la plupart des cas, c’est cet organisme qui concentre toutes les opérations financières relatives à la règle de faillite menées par l’Etat avec le système bancaire. Au Japon, le DIC, créé en 1971 seulement, est passé de 16 personnes en 1995, à 119 après la mise en place de la garantie totale des dépôts, en 1996, 333 après la mise en place des lois de faillite en 1998 et autour de 400 depuis 2002. A ces effectifs il faut ajouter les 1 900 salariés de la structure de cantonnement créée en 1998 (RCC). Sur l’organisation, elle est passée d’un bureau dans les locaux de la Banque du Japon dirigé par un de vice-présidents de celle-ci, à une structure détenue à part égale par l’Etat, la Banque du Japon et les institutions financières privées membres, et dirigée par un exécutif dont les membres sont nommés par le Premier Ministre, en accord avec les deux chambres. L’organe établissant la stratégie du DIC est un Conseil –*Policy Board*– dont les membres sont nommés par son Gouverneur en accord avec la FSA et le Premier Ministre. Il s’agit donc d’une structure plus indépendante que la FSA. Son financement suit la même évolution. Les avances de la banque centrale sont encadrées et limitées à du court terme depuis juillet 1999. Le financement du DIC –de la règle de faillite– n’est donc plus monétisé. D’un fonds de 300 milliards de yens en 1996, l’Etat met à sa disposition 30 trillions en février 1998 (premières faillites et injections), relevés à 60 en mars 1999 puis 70 l’année suivante. Ces lignes sont affectées à des comptes dédiés à chaque programme du DIC (dépôts, faillites, injections), donc à des conditions d’usage strictes. Les nouveaux programmes d’injection et la levée de la garantie des dépôts ont conduit à une réduction globale du montant de garanties (cf. ci-dessous)

Figure 12 – Organisation du DIC et de la tutelle bancaire



Cette évolution correspond aussi à un développement des fonctions du DIC. Celles-ci ont été étendues de collecte des primes d’assurance et de remboursement des dépôts jusque 1998, au cantonnement et à la liquidation d’actifs (via la RCC), ainsi qu’à l’administration et à la restructuration des banques mises en faillite²⁸⁸. C’est donc le poumon de la règle de faillite bancaire, tandis que la FSA en est le cœur. Toutefois, il est important de préciser que si les banques en faillite sont sous la responsabilité du DIC, qui en assure le financement et l’évaluation, il n’en est pas nécessairement l’administrateur. La FSA tient cette fonction

²⁸⁸ A la différence du système américain du FDIC, le DIC japonais a des pouvoirs de contrôle limités sur les banques privées actives, centrés sur ses activités de garantie. Il ne décide donc pas de la politique de garantie.

et désigne son mandataire. Depuis qu'elle peut externaliser ses activités (2001), il arrive à la FSA de recourir à des experts privés pour occuper ces mandats afin d'alléger la charge des organismes officiels. Dans la gestion de crise, le DIC remplit surtout les rôles de caisse et fixe les règles systématiques d'achats d'actifs communes aux procédures de *bridge-bank* (*bad-bank*), P&A, F&A assistée et aux reprises d'actifs douteux de banques saines par la RCC. Suivant ces règles, il négocie les conditions financières des injections en parallèle avec les injonctions administratives de la FSA.

- Dans cette organisation, ***la personnalité du Commissaire, et plus encore, du Ministre de la FSA deviennent des données cruciales pour juger de l'indépendance de la tutelle.*** Depuis qu'elle a pris sa forme définitive, en 2001, la FSA a effectué un travail colossal de remise à niveau du cadre prudentiel en parallèle avec la politique de stabilisation et de réforme structurelle du modèle bancaire. Il a été salué par le FMI et nombre de tutelles bancaires à l'étranger²⁸⁹. Mais cette œuvre et la crédibilité dont la FSA bénéficie aujourd'hui doivent surtout à une double coïncidence : la forte personnalité et à la volonté de résoudre la crise bancaire du Premier Ministre et du Ministre de la FSA depuis le départ du très contesté M. Yanagisawa en septembre 2002. Son remplaçant, M. Takenaka, échaudé par son échec dans le conflit sur le statut des avoirs fiscaux en octobre, crée la ***Task Force on Financial Issues***, dans le but d'asseoir son autorité et de forger un langage commun entre les grandes directions de l'Agence. Il s'agissait alors de recréer de la cohérence dans la politique de stabilisation bancaire en élaborant une stratégie à moyen terme. C'est ce Conseil qui a introduit le principe des ***programmes biennaux de réforme*** que la FSA se fixe elle-même. En faisant le point sur les réformes passées et en cours, en désignant des objectifs à moyen terme et en publiant régulièrement leur état d'avancement, la FSA s'est dotée d'un outil d'*accountability* qui lui permet de compenser la déficience de ses statuts. Mais là encore, cet organe demeure informel et ses rapports réguliers sont publiés au nom des directions ou du Commissaire. Comme ce ne sont pas des obligations statutaires, son bon fonctionnement dépend beaucoup de la personnalité de ce dernier et de la bonne volonté du Ministre d'Etat, qui a son mot à dire sur l'organisation interne de la tutelle.

- Le manque d'indépendance de la tutelle rend cette institution vulnérable. Elle doit appliquer une politique d'assainissement bancaire sous contrainte d'équilibre macroéconomique. Avant de passer à l'étude des procédures de faillite bancaire, intéressons-nous à deux aspects concrets de cette indépendance, cruciaux pour la politique prudentielle.

La FSA n'est pas complètement maîtresse du déclenchement des procédures de gestion de crise quand elles impliquent des fonds publics. Le *Financial Crisis Council*, formé du Ministre de la FSA, de la Banque du Japon, éventuellement de représentants du Premier Ministre propose une procédure qu'il juge adéquate et la soumet au Commissaire de la FSA, qui valide ou refuse ce choix au nom du Premier Ministre. Le DIC et la FSA élaborent ensuite les

²⁸⁹ Voir notamment le Rapport de Consultation du FMI sur le Japon au titre de l'Article IV de 2005.

modalités du plan sur la base de ce choix, sans qu'il soit possible de revenir dessus, même si les enquêtes d'audit, par exemple, concluent à une solvabilité plus détériorée qu'évaluée initialement, au moment du choix de procédure. De plus, ces modalités sont soumises au contrôle du Ministre de la FSA. En cas d'intervention en urgence, la FSA peut se trouver contrainte d'accepter la solution envisagée par le Conseil de crise pour éviter une crise systémique, dont elle serait rendue coupable. C'est exactement ce qui s'est passé dans le cas de *Resona*. Cette approche *ex-ante* du contrôle budgétaire crée une rigidité qui fragilise le pouvoir de négociation du superviseur. Plus encore, la structure politique chapeautant la FSA et censée assurer son indépendance avait fourni le prétexte pour alléger le dispositif d'*accountability* devant le Parlement, auquel tout organisme d'Etat indépendant devrait être soumis. Dans la mesure où les minutes du Conseil de gestion de crise ne sont pas publiées, toute la procédure est à la fois irréversible et opaque.

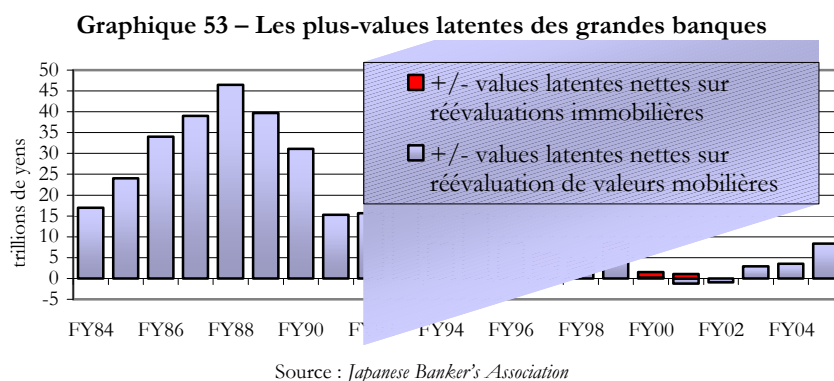
Dans les faits, donc, avant de porter un jugement sur l'éligibilité à une procédure, la FSA est incitée à demander aux représentants politiques leur avis pour assurer une exécution rapide du processus de décision. Le processus de décision devrait passer d'un contrôle *ex-ante* à un contrôle *ex-post*, où la FSA, seul décideur devrait être soumise à de fortes contraintes d'*accountability* devant la Diète. On associerait l'avantage de la rapidité, de l'indépendance, de la flexibilité et de la responsabilisation forte et directe du Commissaire de la FSA, plutôt qu'une structure de décision politico-administrative où les responsabilités sont mal définies.

La FSA ne maîtrise pas totalement la définition de la norme de solvabilité. Elle décide et contrôle les méthodes de valorisation des actifs, mais pas la manière dont le traitement fiscal des provisions sur ces risques impactent les ratio de solvabilité. C'est le problème de l'impôt fiscal, devenu l'enjeu central de la stabilisation bancaire. Son mécanisme et son impact sont exposés dans la section suivante.

2.4. La tutelle maîtrise-t-elle la norme de solvabilité ? Du durcissement à vue à la perte de contrôle

- Le provisionnement des créances à problème est financé de deux manières : en dégageant des profits sur l'activité courante et en puisant dans les fonds propres. Pour ne pas remettre en question leurs relations de crédit et d'une manière générale, leur modèle de développement, les établissements japonais ont cherché et réussi à compenser ces pertes par des sources alternatives de revenu et de fonds propres : les ***croisements de fonds propres avec les autres grandes institutions financières***, au premier rang desquelles les assurances-vie, et l'usage des plus-values latentes sur les portefeuilles d'actions. Ces institutions, quasiment toutes mutualistes, sont les principaux actionnaires et détenteurs de dette subordonnée des grandes banques. En échange, celles-ci détiennent, elles aussi de gros encours de dette subordonnée et de certificats de quasi-fonds propres (*kikin funds*) sur les premières. Ces pyramides financières atteignent leur paroxysme entre les injections de 1999 –des émissions privées de fonds propres bancaires sont organisées en

parallèle– et le début du siècle²⁹⁰. Elles se dégonflent ensuite (Hanazaki & alii [2004] notamment), (i) depuis la multiplication des faillites dans l'assurance-vie, notamment depuis celle de *Chiyoda Life*, en 2000, emblématique car première mutuelle intégrée à un *keiretsu* (groupe Tokai) acculée au défaut²⁹¹, (ii) suite à l'introduction de nouvelles règles de consolidation, réduisant l'intérêt de telles pratiques, et (iii) sous la pression prudentielle croissante exercée sur ces dernières, qui a conduit une révision à la baisse des notations des institutions financières.



- Quant au rôle d'amortisseur exercé par les portefeuilles d'actions, il disparaît avec la chute des cours boursiers. ***L'évaporation des plus-values latentes*** provoquée par la crise bancaire de 1997-98 exprime l'épuisement de ces revenus potentiels. Ils ont un temps été compensés par un relâchement des règles de valorisation des actifs immobiliers, jusqu'à leur normalisation après FY2001 (cf. Graphique 53). Quand les plus-values sur actions sont épuisées, les banques réalisent les gains en capital sur les portefeuilles obligataires à mesure que les taux longs baissent (BoJ [2001] & [2003b]). Ces sources de revenus s'épuisent aussi avec la stabilisation des taux longs autour de 1,2%. Depuis 2000, les banques sont également contraintes de limiter la taille de leur portefeuille d'actions à 100% du Tier 1 afin de limiter l'impact direct des fluctuations boursières sur l'offre de crédit (cf. annexe 18). Les rapports Article IV du FMI de 2004 montrent que le redressement de l'activité économique ne devrait pas générer des gains en capital substantiels sur les activités de portefeuille, les plus-values boursières compensant les pertes nettes à attendre sur

²⁹⁰ D'un côté, les banques, mal notées, émettent de la dette à long terme, ce qui renforce leur solidité au sens du ratio Cooke, et achètent de la dette des assureurs-vie, dont la bonne notation sous-évalue le risque de défaut et donc, sous-pèse le risque associé dans le calcul des risques à l'actif. De l'autre, les assureurs-vie trouvent des placements à taux plus rémunérateurs que les titres publics et dont ils n'ont pas à souffrir de la mauvaise notation, puisque les banques sont protégées contre la faillite. L'ampleur des transferts de solvabilité est impossible à estimer. En 2000, on évalue les engagements des assurances-vie dans les banques nippones à 14,4 trillions de yens, 55% en action et 45% en dette subordonnée. Elles détiennent à elles seules le quart des actions de l'ensemble des institutions financières. Compte tenu de la modestie des émissions d'actions privées des banques avant 2003, depuis, ces chiffres n'ont pas pu changer significativement sur le laps de temps (Japan Financial Review n°3, oct 2000, *Indicators of health of life insurance companies need tightening*). La même source évalue les actifs détenus par les banques sur les assureurs-vie à 2,3 trillions de yens. Dans son *Warning* sur le système financier japonais d'avril 2003, Moody's, avance le chiffre de 2,5 trillions de yens. Voir également Fukao [2003] qui fournit d'autres estimations sur les participations croisées, évaluations aussi spéculatives.

²⁹¹ La première assurance-vie à tomber en faillite, Nissan Life, en 1997, n'est pas intégrée à un *keiretsu* (Lacu[2000a]).

les obligations. Il faut donc retenir de tout ceci qu'au moment où l'on entre dans une phase active de stabilisation bancaire, à partir de FY1999, les banques ne disposent plus de ces ressources alternatives pour soutenir leur solvabilité. Le mécanisme de l'avoir fiscal va prendre le relais.

- Tant que la faillite était techniquement impossible, les banques disposaient de moyens pour soutenir leur norme de solvabilité malgré l'apparition des pertes dans les comptes : les participations croisées et les plus-values latentes sur titres. Ces deux soutiens disparaissent dans la crise de 1998, alors qu'au même moment, la réforme du cadre prudentiel permet d'envisager la mise en faillite et la nationalisation de n'importe quel établissement de crédit. Comme le gardien de la règle de faillite ne dispose pas d'une indépendance suffisante pour sanctionner l'insolvabilité, il va relâcher la norme officielle au même moment qu'il rend la faillite bancaire techniquement possible. Ce relâchement n'est pas explicite. Il résulte de la création de deux instruments qui sont l'un comme l'autre utilisés de manière inappropriée pour soutenir les fonds propres : les injections de fonds publics en *open-bank*, hors le cadre de la faillite, et un nouveau traitement fiscal des provisions sur créances douteuses, ce qu'on appelle ici l'avoir fiscal (*differed tax asset - DTA*). Il permet aux banques de divulguer enfin leurs pertes –donc de progresser dans l'assainissement des bilans– sans que ces pertes détériorent leur norme officielle de solvabilité. Ce statut de l'avoir fiscal est devenu un enjeu crucial de la stabilisation. On s'intéresse d'abord à son mécanisme au Japon, en le comparant aux pratiques internationales (2.4.1.), puis à son évolution récente en particulier depuis 2003. La manière dont son usage a été restreint ne fait pas que durcir la norme de solvabilité. Elle a aussi créé de l'incertitude sur son niveau effectif. Nous voyons pourquoi (2.4.2). La conséquence la plus importante est que la tutelle a elle-même du mal à appréhender correctement les risques de faillite, ce qui lui pose problème dans la mesure où elle cherche à les éviter. Elle hésite alors de plus en plus à poursuivre le durcissement de son cadre prudentiel, malgré une dynamique institutionnelle de production de norme qui l'y contraint, d'où un équilibre de plus en plus précaire entre la volonté de protéger les banques de la faillite et la nécessité, depuis 1998, de s'engager dans l'assainissement des bilans. La levée précoce de la garantie des passifs, étudiée ci-dessous, bousculera cette lente progression dans la stabilisation bancaire.

2.4.1. Le mécanisme de l'avoir fiscal : une tentative de dissociation des règles de paiement appliquées aux banques et aux entreprises

- Quand une banque reconnaît une perte sur une créance qu'elle détient, elle constitue des provisions pour absorber ces pertes à partir des fonds propres dont elle dispose, de sorte que son ratio de solvabilité se détériore. Il faut cependant distinguer la perte certaine et définitive, qui ne peut être constatée qu'au moment de la liquidation du crédit, c'est-à-dire au terme d'une renégociation amiable ou dans le cadre d'une procédure de faillite et/ou après saisine et vente d'une garantie, de la perte anticipée qui est, elle, appréhendée par les contraintes de provisionnement. ***Jusque 1998, le fisc japonais ne reconnaît comme perte que la première définition : seule la perte certaine est fiscalement déductible des revenus imposables. La règle prudentielle retient une définition proche***, elle aussi, puisque n'impliquent de provisions complémentaires que les crédits sur lesquels la banque a constaté un accident de paiement (cf. Encadré 20). Quand la règle prudentielle s'élargit pour imposer des provisions pour anticipations de pertes et quand cette contrainte conduit à une mobilisation de fonds supérieure parce que la qualité moyenne des crédits se dégrade fortement, les banques doivent constituer des réserves qui

ne seront pas reconnues par le fisc et donc, non-déductibles de profits imposables. La constitution de réserves *ex-ante*, par précaution, implique donc un renchérissement du coût en capital immédiat, d'autant plus important que les impôts sur les bénéfices sont élevés. Ce coût supplémentaire est annulé si au moment de la liquidation de la créance, la banque fait assez de bénéfices pour que les pertes certaines réalisées puissent venir en déduction et donc réduire la base imposable. Il faut donc que la banque ait une rentabilité d'exploitation à la fois stable et suffisamment élevée pour absorber les pertes passées. Il faut aussi que ces pertes ne réapparaissent pas régulièrement et ni même une fois mais pour un montant très élevé. Dans le cas contraire, la banque est incapable de présenter ces pertes certaines en déduction des revenus courants. Si elle ne réalise pas de bénéfices sur ses seules activités courantes, le coût total des pertes est augmenté du taux d'imposition, lui-même multiplié par un taux d'intérêt correspondant au coût d'opportunité de la mobilisation précoce du capital et le temps écoulé entre le constat de la dégradation de la qualité du prêt et la liquidation.

Au Japon, le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés est de 40%. Quant au taux d'intérêt, le taux d'escompte n'est pas une bonne mesure parce qu'il est le coût de la liquidité et non le coût d'opportunité du placement sans risque. Si on utilise comme référence la dette publique longue, elle est en moyenne de 3% sur FY1992-98. Le chapitre suivant montre par ailleurs que les banques ont d'énormes difficultés à évaluer leurs droits et à les faire respecter. La résolution d'un défaut, qui peut durer plusieurs années, conduira certainement à un taux de pertes élevé sans que la banque ait une idée précise de ce taux de pertes. Enfin, les revenus bancaires sont extrêmement faibles, instables, et grevés par des créances douteuses qui émergent régulièrement, de sorte que les provisions constituées *ex-ante* ne seront certainement pas absorbées par les revenus courants au moment de la liquidation. ***Si donc, avant 1998, une banque japonaise décidait d'avoir un comportement prudent, il lui en coûtait un coût en capital d'au moins 53% supérieur à celui qu'elle devrait absorber en se bornant à reconnaître la perte à la liquidation du crédit***²⁹². C'est une des raisons pour lesquelles la tutelle japonaise a longtemps hésité avant d'élargir la définition prudentielle des pertes bancaires, donc celle des créances douteuses. C'est aussi une des raisons pour lesquelles plus cette définition s'élargit, à partir de 1994, plus les banques perdent de leur pouvoir de négociation et privilégient l'annulation partielle de dette immédiate mal conditionnée à la solution coûteuse de la mise en faillite. Pour compenser ce surcoût contre-incitatif, l'introduction de la nomenclature internationale des prêts non-performants en octobre 1998 (cf. Encadré 20) s'accompagne d'une réforme fiscale permettant le report dans le temps de ces provisions exceptionnelles. C'est l'avoir fiscal.

²⁹² $(100\% \times 40\%) \times (100\% \times 3\%)^3 = 153\%$

- ***Comment fonctionne cet avoir fiscal?*** Ces provisions sont déductibles du revenu imposable, de sorte que cette économie d'impôts compense l'impact des pertes sur le ratio de solvabilité, jusqu'à la liquidation du crédit. Si le revenu imposable de la banque au moment de la reconnaissance des pertes est trop faible ou négatif, il n'y a pas de base imposable, donc pas de déduction fiscale possible. Dans ce cas, l'agent fiscal verse un avoir à la banque, que celle-ci pourra présenter plus tard en déduction des revenus imposables, quand ceux-ci se seront redressés. Comptablement, les provisions qui ont entamées les fonds propres sont remplacées par un avoir fiscal traité comme un passif négatif, qui vient stabiliser le ratio de solvabilité. Afin que ce principe comptable ne déresponsabilise pas les banques dans leurs prises de risque, ***il faut qu'il soit neutre sur la solvabilité des banques à moyen terme*** et ne serve qu'à lisser les profits dans le temps. Autrement dit, un avoir fiscal ne peut être accordé et intégré au ratio de solvabilité que s'il correspond bien à des revenus futurs imposables. Dans le cas contraire, il ne s'agit que d'une accumulation de pertes dont la reconnaissance en terme de solvabilité est reportée dans le temps, et une astuce fiscale employée par la tutelle pour maintenir artificiellement en activité des banques insolvables. ***Tout le problème de l'avoir fiscal est donc de fixer les limites à son utilisation*** : quelle doit être sa durée de vie –c'est la question de l'horizon temporel de la rentabilité bancaire– ? Ou leur intégration au ratio de solvabilité doit-elle être plafonnée ? Les pratiques internationales divergent selon le mode de limitation utilisé et dans les deux cas, la limite choisie est subjective, mais les recommandations de Bâle jugent la seconde méthode plus efficace. Les exemples américains et japonais en illustrent bien les raisons.

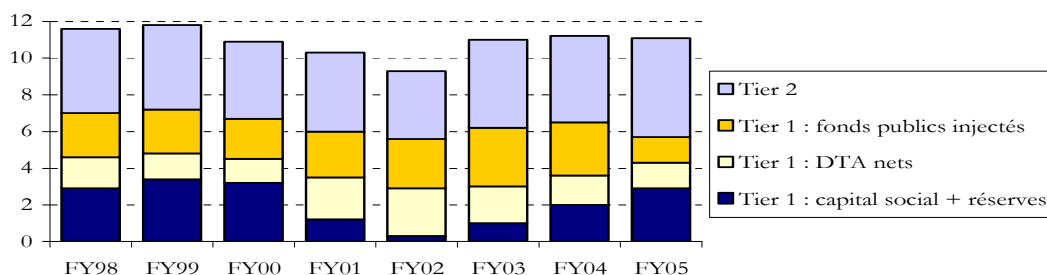
Aux Etats-Unis, ces avoirs sont plafonnés à 10% du Tier 1 du ratio de solvabilité et une année de revenus imposables. Il est donc impossible aux banques d'en accumuler en grande quantité sans avoir à émettre de nouvelles actions pour augmenter la base en capital. Le risque moral est conjuré par une prise de risque accrue des actionnaires. Au Japon, la règle est ambiguë : la loi plafonne l'horizon temporel à cinq ans, allongé à sept ans depuis décembre 2003. Au-delà, l'avoir fiscal perd sa valeur et les pertes reportées amputent la solvabilité des banques. Mais sous ce plafond, c'est aux banques elles-mêmes à évaluer le bon horizon d'anticipation, et aux commissaires aux comptes à vérifier si les hypothèses de revenus et l'horizon choisi ne visent pas simplement à reporter le défaut. Surtout, le stock de ces avoirs n'est pas plafonné dans le Tier 1.

- La ***supériorité de l'approche américaine sur l'approche japonaise*** est d'abord liée à la dimension incitative perverse de l'avoir fiscal au Japon. Jusque 1998, pour calculer l'impôt, l'administration fiscale n'autorise pas la défiscalisation des pertes par anticipation du défaut ou de la liquidation. Ce traitement ne s'applique qu'aux pertes certaines. Comme le traitement d'un défaut est particulièrement long au Japon (cf. chapitre sur les lois de faillite), toute reconnaissance des pertes anticipées ampute immédiatement la solvabilité des banques.

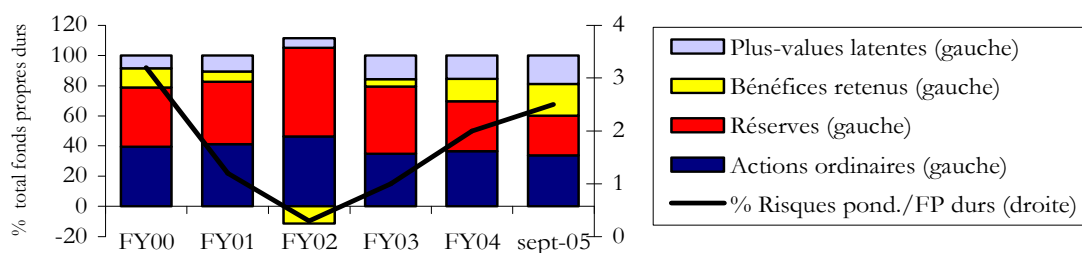
Encadré 17 – Le poids des avoirs fiscaux dans les banques japonaises

● Les graphiques ci-dessous montrent comment ces avoirs fiscaux déforment la norme de solvabilité. Le relèvement du ratio de Bâle en FY1999 et FY2003 résulte principalement des injections de fonds publics. Ils sont anormalement stables malgré l'ampleur des pertes provisionnées sur cette période. Cette stabilité s'explique par celle d'un Tier 1 élevé dans le ratio global, et lui-même composé à 40% d'avoirs fiscaux, pour les grandes banques au pic de FY02. Hors-participations détenues par l'État au titre des injections en *open-bank*, l'actionnariat privé n'avance pas plus du quart du tier 1 dans la majorité des grandes banques. Le reste est composé de plus-values latentes et surtout de réserves dont le recours excessif, comme les DTA a lui aussi été dénoncé. Depuis FY05, la qualité du tier 1 s'améliore à peine. L'usage restreint des avoirs fiscaux et l'accélération des remboursements de fonds publics injectés résulte d'émissions de fonds propres mais surtout de plus-values latentes boursières et de la démobilité importante et exceptionnelle de provisions pour créances douteuses (cf. 5.4.1. de ce chapitre).

Graphiques 54 – Des ratios de Bâle déformés (grandes banques)



Graphiques 55 – Une composition des fonds propres durs... à fort effet de levier (grandes banques)



Source : Banque du Japon, Banks income statements ; NB : hors *Shinsei bank* et *Aozora Bank*

Ces avoirs nets sous-estiment encore l'ampleur des distorsions. Leur baisse ces deux dernières années dans le Tier 1 permet de comprendre pourquoi. Elle n'est que partiellement due au resserrement prudentiel dont il est question plus bas, mais à deux autres éléments : l'élimination de tous les avoirs fiscaux de Resona au moment de sa nationalisation en juin 2003, et l'augmentation des dettes fiscales que sont les plus-values tirées de la remontée des cours boursiers²⁹³. Ces gains latents sur actions n'ont donc pas qu'un effet sur les Tier 2 et 3 mais aussi sur les fonds propres durs. Ils permettent d'intégrer davantage d'avoirs fiscaux obtenus sur les opérations de provisionnement de crédit. Egalement, en cas de faillite, le risque de perte pour l'État est davantage reflété dans le stock des avoirs fiscaux bruts. Par conséquent, comparer ce stock au capital social et autres réserves donne une meilleure idée de la solvabilité bancaire : ce rapport atteint 90%. Si maintenant les actions détenues par l'État sont déduites du capital social, ce rapport dépasse les 200% pour les grandes banques. Leur base en capital est donc extrêmement faible et le Tier 1 pur est même négatif²⁹⁴.

● Ces chiffres dissimulent des écarts importants entre banques et qui se sont creusés avec le temps, différenciant nettement les banques les plus impliquées dans la bulle et qui ont le plus bénéficié des programmes d'injection des autres banques²⁹⁵.

²⁹³ Bank of Japan, *Overview of Japanese banks*, July 2004.

²⁹⁴ C'est-à-dire déduit des actions de l'État, avec une portion d'avoirs plafonnés à 10% et de nouveaux provisionnements, compte tenu de la sous-évaluation du risque de crédit (Fukao [2003]).

²⁹⁵ En FY2003, les plus consommatrices sont dans l'ordre *UFJ Bank* (70,8% en sept 2004), *UFJ Trust* (68%), *Sumitomo Mitsui Bank* (59%) puis *Mizuho Bank* (59%), tandis que les plus fortes sont *Bank of Tokyo Mitsubishi* et *Sumitomo Trust & Bank*, les banques ayant le moins souscrit aux injections, avec des ratios de dépendance autour de 10%. Le groupe *Resona*, très dépendant avant juin 2003, ne l'est quasiment plus suite aux injections de fonds publics. Mi-FY2005, l'entrée de MTFG dans le capital d'*UFJ* a réduit sa dépendance, les plus grevés étant *SMFG* (47%) et

Leur assise en fonds propres étant fragile, au lieu de prendre l'initiative de l'assainissement, celles-ci sont incitées à utiliser tous les arbitrages qu'offre la réglementation pour minimiser les coûts de provisionnement, dans l'espoir que l'embellissement conjoncturel espéré restaurera la qualité des créances. La possibilité de défiscaliser les provisions ne supprime pas les possibilités d'arbitrage réglementaire pour dissimuler les créances douteuses, mais elle crée une incitation à leur reconnaissance : en donnant aux banques la possibilité de lisser leurs pertes et pourvu qu'elles croient en une conjoncture à venir florissante, elles n'ont aucun intérêt à ne pas reconnaître aujourd'hui leurs pertes. Sous condition de survie à terme, l'avoir fiscal fonctionne donc comme un mécanisme d'incitation.

Son introduction au Japon en avril 1998 marque le début des provisionnements en masse. En quelques années, les banques accumulent d'énormes encours d'avoir fiscal qu'elles utilisent pour redresser leurs ratios de solvabilité. Cette accumulation pose problème (cf. Encadré 15) car elle neutralise le dispositif prudentiel d'intervention précoce, qui ne peut exercer de pressions sur les banques qu'en se fondant sur une norme de solvabilité officielle. Ce problème ne serait pas intervenu si l'approche réglementaire américaine avait été utilisée. Mais dans ce cas, cet instrument n'était plus utilisé par la tutelle comme une incitation à la révélation des pertes mais comme un instrument classique de lissage des profits, neutre sur la solvabilité.

2.4.2. L'avoir fiscal et l'indépendance de l'audit : le durcissement non-maîtrisé de la norme de solvabilité depuis 2003

• ***Depuis 2002, la FSA tente de renforcer son indépendance et son pouvoir de coercition sur les banques en réduisant leurs capacités de recours aux avoirs fiscaux.*** Celles-ci sont tentées d'alterner les années de fort et de faible provisionnement pour digérer progressivement ces avoirs fiscaux, ce qui a pour effet de prolonger la dépression et d'accroître considérablement le coût final de la crise bancaire en ralentissant le traitement des pertes. En septembre, M. Takenaka remplace M. Yanagisawa à la tête de la FSA. A cet époque, à l'exception de BoTM qui a remboursé ses fonds publics et dont les avoirs fiscaux ne sont pas trop élevés, le Tier 1 net des banques est presque uniquement constitué des ces avoirs et de fonds publics injectés. A l'opposé de son prédécesseur qui clamait que les banques étaient fondamentalement saines, M. Takenaka commence son ministère par une double affirmation : *'no big bank is too-big-to-fail and use of differed tax assets should be severely limited'*, et propose de réduire de cinq à un an la limite de report des pertes ou de plafonner leur poids à 10% du Tier 1 comme aux Etats-Unis (Reischauer [2004]). Cette déclaration produit immédiatement le *Takenaka Krach*, dont il a déjà été question : une chute du NIKKEI de 9 400 à 6 700 points au cours du seul mois d'octobre. ***La fronde des députés***

Mitsui-Trust (35%). Source : Teikoku Databank, *Survey on 122 banks using tax effect accounting*, TDB Watching, dec. 2004 et FSA.

du Parti Libéral Démocrate et la résistance de l'administration fiscale noient le projet de M. Takenaka de commissions en commissions et depuis deux ans, ce sujet fait l'objet de multiples rapports sans conclusion.

Encadré 18 – L'indépendance des métiers de l'audit et de l'expertise-comptable²⁹⁶

- On distingue quatre étapes.

1) Une révision du code commercial fin 2002, qui impose (i) la séparation des métiers d'audit, de conseil, et de banque d'affaire et d'investissement. Elle consacre l'indépendance des audits par l'interdiction de prise d'intérêt sous toute forme –au lieu d'une interdiction seulement entre audit et conseil financier–, par l'obligation de publier les facturations d'audit et par des contraintes de roulement de clientèle²⁹⁷. Ce cadre, ajusté en 2004, correspond aux recommandations du Comité de Bâle et s'est inspiré des principes inscrits dans la nouvelle législation américaine *Sarbane Oxley* introduite après les scandales *Enron*, *WorldCom*, etc. aux Etats-Unis. Les réformes de 2002 (2) donnent aussi à la FSA la possibilité de requalifier des défaillances de contrôle en pénale.

2) A compter de mars 2003, la FSA impose aux dirigeants des banques une déclaration de responsabilité et la signature sur les comptes annuels des banques, à compter de mars 2003.

3) Une révision de la loi-cadre des activités d'expertise comptable (*CPA Law*), engagée en décembre 2002, est votée en mai 2003 et introduite en avril 2004. Cette nouvelle loi (i) qualifie le rôle des audits comme visant à la protection des investisseurs ; (ii) contraint explicitement les auditeurs à signaler par écrit toute information susceptible d'affecter la situation financière de l'audit, ce qui implique qu'elle (iii) rend possible des poursuites judiciaires des auditeurs par les actionnaires s'ils ont subi des pertes imputables à la négligence passée des audits. La loi (iv) modifie l'organisation interne de la JICPA et ses rapports avec la FSA²⁹⁸ : en contrepartie de l'indépendance de l'organisme -un organe de supervision de la JICPA indépendant est créé, le CPAAOB chargé de faire l'interface avec la FSA. Il établit un code de conduite et des sanctions disciplinaires ainsi que des programmes d'inspection sur site par le *Certified Accountant Examination Committee*, qui ne sont plus seulement de la volonté et au rythme du JICPA mais régulières et déclenchables sur ordre de la FSA et de manière inopinée, ce qui n'était pas possible avant. Les sanctions éventuelles doivent maintenant être rendues publiques. Le JICPA (v) peut émettre des recommandations à la FSA de son initiative -auparavant seulement si saisie–

4) Suite aux scandales financiers intervenus depuis le resserrement de la norme de solvabilité en 2003, qui ont impliqués les quatre plus grands cabinets d'expertise, le JICPA accroît la représentativité des membres de son organe de direction extérieurs à la profession à partir de FY2006, pour renforcer son indépendance à l'égard de ses principaux adhérents.

- Parallèlement à ces changements, devant la forte pénurie d'experts-comptables et d'auditeurs financiers, le *numerus-clausus* sur la profession est relevé de 15 000 (comparé à 334.000 aux Etats-Unis) à 50 000, objectif à atteindre dans les dix années à venir. Les reçus annuels aux concours sont ainsi passés de 672 en FY1998 à 1 262 en FY2003 avec une cible 2/3 000 d'ici FY2006.

- La FSA recourt alors à un moyen détourné : si ces avoirs sont accumulés dans des proportions manifestement anormales, c'est que les commissaires aux comptes n'ont pas une approche neutre des états financiers de leurs clients. ***L'indépendance des métiers d'audit va alors devenir un enjeu crucial*** (cf. Encadré 18). La FSA resserre son contrôle sur l'organisme de la profession, le

²⁹⁶ Voir *CPA Law 2004* publié par le JICPA, le site de la JICPA, qui donne des informations sur ses statuts, sa charte et les effectifs de la profession, et Rodrick Seeman's Japan Law Info, *Japan law 2003 : Accounting profession*, 2004.

²⁹⁷ Les grandes entreprises et institutions financières doivent changer d'auditeurs externes au moins tous les sept ans –trente ans avant– avec au moins deux ans de passation et ces auditeurs ne doivent avoir aucun intérêt dans l'entreprise cliente, ce qui est nouveau.

²⁹⁸ L'affaire *Resona* a incité la tutelle à accélérer le passage à la Diète suite à l'affaire *Resona* et après le scandale de *Mizuho Auditing*, au cours duquel la FSA a été contrainte de suspendre l'activité de ce gros cabinet pour un an, pour falsification de documents d'un de ses clients.

JICPA, et parallèlement, le charge d'émettre des recommandations nouvelles et précises sur la comptabilisation de l'avoir fiscal à l'intention de ses membres. L'organisme conclut que la règle de cinq ans demeure la référence sur le principe, mais compte tenu de l'instabilité et de la faiblesse de leurs revenus, elle ne doit pas être appliquée systématiquement pour les grandes banques²⁹⁹. Cette incertitude sur la qualité des avoirs fiscaux met les établissements entre les mains de leurs commissaires aux comptes et accroît la capacité de pression discrétionnaire de la FSA. Malgré la fronde de la Diète en octobre, la porte ouverte par le JICPA permet à la tutelle d'intensifier, de resserrer la tenaille sur les grandes banques :

(1) elle **demande aux banques de s'engager sur des objectifs de rentabilité à moyen terme plus élevés** (*Program for Financial Revival* d'octobre 2002) ; comme ces objectifs servent de base au calcul des avoirs, tout manquement à ces objectifs remet en question la quantité d'avoirs sur lesquels la banque peut raisonnablement compter. La sanction n'est donc plus une hypothétique injonction de la FSA, mais une réévaluation automatique de la solvabilité par les auditeurs externes, sans que la FSA puisse être accusée de pressions discrétionnaires. Les deuxième et troisième volets sont le corollaire :

(2) la **vérification de ces avoirs par un double audit externe (mars 2003) et la publication de la structure détaillée du ratio de solvabilité** en net et en brut, incluant les méthodes et hypothèses actuarielles, visent à rendre ouvertement aberrant l'écart entre les avoirs accumulés et les capacités de profit de certaines banques, puisque depuis 1998, l'écart entre bonnes et mauvaises banques est de plus en plus net. Cette contrainte de transparence sera imposée en octobre 2003, en réaction à la crise de **Resona**, en même temps que la reprise en main de la JICPA par la FSA à travers la révision de la loi encadrant les métiers d'expertise comptable, pour durcir le contrôle de l'organisme professionnel sur ses adhérents.

A la clôture des comptes, en mars 2003, l'incertitude sur le traitement fiscal des pertes et le climat délétère entre les banques et leur tutelle conduit le NIKKEI à 6 000, une chute de 40% par rapport à octobre 2002. La crise s'engage comme prévu : le grand établissement le plus dépendant d'avoirs fiscaux est menacé de faillite en juin 2003, quand ses commissaires aux comptes réduisent de cinq à trois années de profits les avoirs fiscaux intégrables au Tier 1, au motif qu'avec un taux de dépendance de 99,5% (contre une moyenne de 55%) le capital de la banque est négatif. La FSA évitera de reconnaître le verdict d'insolvabilité en précipitant la procédure d'injection avant même le rapport d'audit (cf. Encadré 19).

• **Le sauvetage de la banque insolvable ne ruine pas vraiment l'effort de la FSA visant à rendre la menace de faillite crédible.** (i) D'abord, elle reconnaîtra *ex-post* avoir sous-estimé les

²⁹⁹ C'est la révision 2002 du document JICPA : *Judgment on recoverability of deferred tax assets*, november 9th, 1999.

perdes, et injecte un montant assez élevé de fonds pour compenser la disparition de quatre années d'avoirs fiscaux. Ceci est nouveau puisque les injections précédentes se basaient non sur l'ampleur des pertes mais compensaient juste l'évaporation des plus-values latentes sur titres. (ii) En gérant la banque nationalisée conformément aux pratiques américaines souhaitées par Takenaka, la tutelle isole un peu plus les banques y recourant massivement. Elle devient la référence sur les marchés. (iii) Ce mouvement est renforcé par une nouvelle recommandation de la JICPA à ses adhérents, précisant que trois années de pertes d'exploitation 'devraient' disqualifier une banque de tout recours aux avoires fiscaux et que compte tenu de l'instabilité des revenus bancaires, un horizon de calcul de trois ans est une référence. (iv) Enfin et surtout, les crises de *Resona* et de *Ashikaga* ont toutes deux été déclenchées par les commissaires aux comptes à propos du traitement des avoires fiscaux. Et ça ne s'était jamais vu. Cette indépendance croissante change donc manifestement la donne.

Ce durcissement se traduit par une *vague d'augmentations de capital par les grandes banques en 2003 et 2004*³⁰⁰. Il déclenche aussi, en 2004, la reprise par le groupe bancaire le plus sain, MTFG, de la méga-banque UFJ, fragilisée par ce durcissement et incapable de placer de nouveaux fonds propres. Cette fusion intervient à la suite d'une enchère entre ce groupe et *Sumitomo-Mitsui* pour sa reprise, qui conduit à une promesse d'injection de fonds par le repreneur de plus de 750 milliards de yens, explicitement pour réduire sa dépendance aux avoires fiscaux. **Le durcissement inquiète surtout les banques régionales**, plus en retard dans leurs efforts de provisionnement et mises sous pression depuis seulement un an. Il est nourri par la levée de la garantie totale des passifs bancaires à partir de la fin 2002. On voit dans la section ci-dessous que cette décision va amener la tutelle à accélérer le rythme de resserrement de sa pression sur les banques, sans qu'elle l'ait vraiment voulu, en commençant, cinq mois après la crise de *Resona*, par la mise en faillite plutôt que le sauvetage de la banque régionale d'*Ashikaga*.

Ce contexte instable va d'abord déclencher un ballet d'initiatives, symboliques des hésitations des dirigeants politiques, mais sans force réelle. D'un côté, la FSA élabore un programme d'injection dédié aux banques locales pour 2004-2008 (*Financial Function Strengthening Act* de 2004), mais les conditions d'adhésion le rendent inaccessible. De l'autre, la Diète, en décembre 2003, prolonge de cinq à sept ans la durée de vie maximale des avoires, contre l'avis de la FSA. Cet assouplissement théorique est censé éloigner le risque politique d'une nouvelle injection, mais dans les faits, il ne change rien aux pratiques comptables, puisque c'est le JICPA qui interprète la loi. Ce ballet est significatif des pressions politiques exercées sur la FSA. Mais il montre aussi la

³⁰⁰ Avant 1999, seul le groupe MTFG (ex-*Bank of Tokyo-Mitsubishi*) avait conduit une émission massive de capital de plus d'un trillion de yens. Les injections de 7,5 trillions de fonds publics en mars 1999 sont alors accompagnées d'émissions au secteur privé de 2,15 trillions. Jusqu'en 2003, il n'y a pas d'autres augmentations significatives. Par la suite, le groupe MTFG émet encore pour 300 milliards d'action, SMFG 150 milliards, qui s'ajoutent à 100 milliards de dette subordonnée et surtout, *Mizuho*, émet un trillion de yens d'action, réduisant de 800 milliards son stock d'avoires fiscaux. Quant à *UFJ*, il ne parvient qu'à placer difficilement 70 milliards de yens.

plus grande résistance de cette dernière à ces influences. Après un nouvel échec fin 2004, elle parviendra à imposer, un an plus tard, le plan si controversé qui en octobre 2002, avait provoqué le *Takenaka krach* et une grave crise institutionnelle : la réduction planifiée du plafond d'avoirs fiscaux dans le Tier 1, de 40% en mars 2006 à 30% un an plus tard, et 20% en 2008³⁰¹.

2.5. La stratégie de stabilisation déstabilisée : l'impact d'un abaissement précoce de la garantie des passifs³⁰²

- La garantie totale des dépôts est instaurée en 1996 et élargie à tous les passifs bancaires en 1998, lors des premières grosses faillites. L'annexe 16 discute les effets de cette garantie sur les primes de risque exigées auprès des banques. Cette mesure participe, avec un ensemble d'autres dispositions – dont la politique monétaire quantitative –, à maintenir les banques dans le marché sans que celui-ci sanctionne l'insolvabilité. La tutelle devient donc seul juge, seul instrument de divulgation de l'information sur les banques, et seule source de sanction. Toute la dynamique de résolution de la crise repose donc sur sa crédibilité, c'est-à-dire sur son indépendance, sur sa capacité à produire des normes et à les faire respecter, sans que le marché l'épaule en relayant sa doctrine. L'indépendance de la tutelle n'étant pas assurée et ses moyens étant restreints, elle va être incitée, pour faciliter son travail d'inspection, à développer des procédures systématiques d'évaluation, notamment pour classer et valoriser les risques de crédit, que les banques devront s'approprier pour en faire des règles de comportement. Une dynamique institutionnelle de développement de la transparence va donc se substituer à la pression des marchés. Dès lors qu'elle est enclenchée, elle ne permet plus à la tutelle de reculer. Après un certain temps, lever la garantie totale des passifs peut aussi être un puissant moyen d'accroître l'efficacité du programme de stabilisation bancaire. Mais quand ?
- Libérer les pressions du marché revient à rendre possible le défaut sur les passifs des banques, de sorte que la tutelle japonaise n'est plus seul juge de leur insolvabilité, ne maîtrise plus le rythme de progression de la stabilisation. Ceci entre en conflit avec sa contrainte de non-faillite. Ce levier peut donc ne pas rendre plus crédible le durcissement à terme de la règle de paiement et même, peut ralentir le rythme de normalisation du cadre prudentiel... sauf à supposer que les banques ont entre temps résorbé leurs fragilités. Durcir les conditions d'accès au substitut à la faillite de 1998-99, les injections en *open-bank*, est un meilleur moyen de renforcer la crédibilité de la tutelle, tout en lui conservant sa maîtrise de la norme de solvabilité. Elle n'avait pas compris ces interactions entre norme de solvabilité, injections et garantie des passifs, quand elle a commencé à lever celle-ci en 2002. Les banques étant loin d'avoir résorbé leurs fragilités, un gros défaut a éclaté, celui de *Resona*, qu'elle n'a pas pu empêcher et qui, pour ne pas revenir sur la levée des garanties tout en évitant la crise systémique, l'a contraint de recourir aux programmes d'injection de manière ouvertement abusive.

³⁰¹Cette décision ne concerne pour le moment que les grandes banques (Source : FSA : *Outline of a draft revision to the ministerial notification of capital adequacy ratio in connexion with the proper regulatory treatment of DTA*, November 7th 2005).

³⁰² Outre les références citées dans le texte et celles fournies dans la note 275 (les statuts du DIC en particulier), les sources officielles sont les rapports annuels de la Banque du Japon ainsi que les documents en ligne sur le site de la FSA : www.fsa.go.jp/indexe.html. Pour les montants et conditions financières des injections, les statistiques de remboursements sont également fournies en annexe n°21.

Sur le principe, les *procédures d'injection en open-bank* entrent dans le champ de la faillite, puisque l'objectif explicite est de relever l'actif net de la banque bénéficiaire. Elles doivent donc respecter les principes qui régissent la faillite. Le tableau de l'annexe n°11 décrit les conditions d'accès aux trois grands programmes d'injections engagés depuis mars 1998 et l'utilisation qui en a été faite. Le premier décrit la recapitalisation manquée de mars 1998, qui a conduit à une injection de 1,8 trillions dans les 21 grandes banques. Il est suivi du programme dit *Early Strengthening Law*, introduit en même temps que le dispositif de faillite, en octobre 1998, et qui a donné lieu à la grande recapitalisation de mars 1999, plus substantielle que la première (7,5 trillions pour 15 établissements) et surtout, concluant sur des montants et des conditions financières différentes par banque. C'est de cette recapitalisation que date véritablement la différenciation opérée par les marchés entre établissements. Ce programme qui devait disparaître en mars 2002, au moment de la levée de la garantie totale sur les dépôts à termes et sur les dettes bancaires, a en fait été repris sous la forme d'une procédure d'injection accessible en permanence, donc complètement intégrée au dispositif PCA de la FSA et logée dans les statuts du DIC, comme les procédures de nationalisation. Ceci implique qu'elle est enfin reconnue comme un maillon de la règle de faillite et par conséquent, intégrant les grands principes procéduraux de la faillite, qu'elle est qualitativement nettement plus exigeante. Un adjuvant (FRPL) a été porté à cet article pour lui conférer une nouvelle mission : il ne s'agit plus de répondre à une crise temporaire de solvabilité (la banque doit être 'fondamentalement' saine), mais d'aider les banques à ratio de solvabilité élevé mais à faible rentabilité à redresser leurs performances. Dès lors, les créanciers et actionnaires sont systématiquement protégés et les dirigeants ne sont plus systématiquement évincés. La contrepartie est un volet des restructurations plus étoffé, qui va de la gouvernance à l'application la plus étendue possible de la valorisation DCF des crédits et de l'externalisation des créances douteuses. Ces objectifs n'étant pas adaptés aux moyens, à la clientèle et à la taille des banques régionales, mi-2004, un second adjuvant est apporté, allégeant ce volet. Au total, toutes les contraintes finissent par être lâchées, de sorte qu'on a le sentiment que la FSA veut être capable, le cas échéant, de soutenir des banques régionales qui devraient tomber en faillite, par un nouveau prétexte : la promotion de la réforme du modèle bancaire.

Pour le moment, retenons ceci : depuis celles de 1999-2000, les injections sont quasiment abandonnées, à l'exception notable de *Resona* en juin 2003 et d'une banque régionale en 2004. Mais il reste une porte ouverte qui offre toujours une alternative à la faillite en cas d'accident conjoncturel, et d'incapacité des banques à relever aussi vite que prévu leur rentabilité pour absorber leurs stocks d'avoirs fiscaux. Le maintien de ces programmes semble indiquer que même si la tutelle a progressé dans ce sens, elle n'est toujours pas décidée à imposer la faillite si elle s'avère justifiée, et qu'elle n'est pas sûre de sa capacité à imposer aux banques un redressement rapide de la qualité de leur offre de crédit. Les sections suivantes donnent raison à cette interprétation.

● Dernier des cinq grands groupes bancaires, *Resona* a aussi le statut dit de ‘banque régionale’, parce qu’elle a abandonné toutes ses activités internationales au moment de l’injection de mars 1999. Ceci lui permet de ne se conformer qu’à un ratio de solvabilité de 4% au lieu des 8%. En juin 2003, les auditeurs externes du groupe refusent d’intégrer au Tier 1 les avoirs fiscaux comme le demandait la direction du groupe. Le motif est grave : la rentabilité de la banque n’est pas suffisamment fondée pour établir des avoirs fiscaux sur les cinq années à venir. Un horizon de trois années est le maximum acceptable, étant entendu que les perspectives de profit sont déjà optimistes. Cette modification supprime seulement 40% des avoirs fiscaux, mais fait passer le ratio de 6% à 2,07%³⁰⁴. Elle met *de facto* la banque en état de faillite, selon les critères du Comité de Bâle. Le problème est que dans le dispositif japonais, pour les banques régionales soumises au ratio réduit, ce ratio ne déclenche que des mesures de coercition qui, dans le dispositif PCA, correspondent à une baisse du ratio de 8% à un peu plus de 4%. Légalement, donc, la banque est en difficulté mais pas insolvable. Cette position est difficile à tenir parce qu’elle n’imposerait à la banque que des mesures radicales de redressement, de cession d’actifs, voire d’éviction des dirigeants. La faillite ne pouvant pas être imposée légalement, la banque ne peut être forcée de recourir à une injection de fonds publics, alors que le risque d’un défaut de paiement est réel. Toute la stratégie bancaire de la FSA est en grand danger. Imposer la faillite peut provoquer la panique bancaire pour trois raisons :

- (1) Elle impliquerait de reconnaître immédiatement des pertes massives pour engager l’assainissement, qui réduiraient à zéro les avoirs fiscaux. Comme la plupart des banques en dépendent totalement, le risque est une remise en cause explicite de la solvabilité du système bancaire dans son ensemble.
- (2) Les provisionnements massifs immédiats qui ouvrent la procédure de faillite absorberaient le capital, une partie des dettes et des dépôts à terme de la banque, passifs qui ne sont plus couverts par la garantie publique totale depuis mars 2002. Quel serait l’effet de pertes sur les dépôts à terme détenus auprès de la première banque japonaise ?
- (3) Imposer la faillite pour un ratio de solvabilité de 2,07% reviendrait à remettre explicitement en question le bien-fondé du ratio réduit auquel les banques non-internationales sont soumises, bien fondé dont tout le monde doute, mais qui sert de garantie implicite. D’un coup, la contrainte de solvabilité se durcirait pour toutes les banques régionales. Paradoxalement, la faillite doit être rejetée parce qu’elle mettrait en évidence les contradictions de la politique bancaire, imposées en héritage à une FSA qui cherche à les résoudre petit à petit³⁰⁵.

Plutôt que constater la faillite, les autorités estiment le cas comme porteur d’un risque systémique, ce qui permet d’engager la procédure d’injection sans attendre la conclusion de l’audit ni même la réunion du Conseil du Système Financier (*Financial System Management Council*). La seule condition étant que le Conseil de gestion de crise (*Financial Crisis Conference*), une structure *ad-hoc* composée pour moitié de politiques, estime la banque solvable mais porteuse de risque systémique. Elle le fera et ce n’est qu’après avoir engagé la procédure d’injection que la FSA reconnaîtra, sur la base des rapports d’audit, que la banque avait été surévaluée. L’argument officiel du risque systémique crée une très forte pression sur la banque tout en ménageant une sortie honorable : à moins que la direction demande immédiatement une injection en *open-bank* sous le chapitre de la *DIC Law*, le risque systémique impose le recours à la faillite. La menace étant techniquement crédible, même si le reste du système bancaire peut en pâtir. Surtout, le risque systémique peut prendre plusieurs formes et le comité *ad-hoc* se garde bien d’expliquer en quoi le cas de *Resona* comporte un tel risque. Il fait plus, en déclarant que la banque est ‘probablement solvable’, au vu de ses perspectives de profits. En cas de réticence du management, l’administration provisoire peut être enclenchée, suivant un argument officiel, le risque systémique, qui n’est pas nécessairement un argument de solvabilité. Les risques de propagation évoqués plus haut seraient alors contenus dans l’immédiat. Finalement, l’injection est décidée, qui mobilise 1,96 trillions de yens sous forme d’ADP, remboursables en 15 ans. Il faut les ajouter aux 1,1 trillions dont bénéficiait déjà le groupe depuis mars 1999. Si cette injection permet de faire remonter le ratio de solvabilité à 12,2%, elle est précédée d’un provisionnement impliquant une perte comptable de 1,77 trillions de yens pour le groupe et l’intégration de seulement une année d’avoirs fiscaux, au lieu des trois ans recommandés par la JICPA. Le groupe était donc bel et bien

³⁰³ Sur *Resona*, voir les fiches d’informations de la FSA (<http://www.fsa.go.jp/news/newse/e20030610-1.html> et <http://www.fsa.go.jp/gaiyou/gaiyoue/daijin/e20030517.html>), du DIC et Hoshi & Kashyap [2004], Tsuru [2003].

³⁰⁴ *Resona* avait 400 milliards de yens d’avoirs fiscaux bruts en mars 2003 pour 360 milliards de Tier 1, injections publiques incluses. Si on y ajoute les 400 milliards de pertes reportées, pour que le tout puisse être absorbé en cinq ans il aurait fallu un ROE de 32% (Fukao [2003]).

³⁰⁵ Rappelons que la norme de solvabilité est définie dans ses grandes lignes par la loi, et non par le règlement, de sorte que la FSA ne peut pas relever ce plancher de 4% de son seul gré.

insolvable. L'injection a permis de compenser dans le Tier 1 l'effacement des avoirs fiscaux que l'état d'insolvabilité de la banque ne permettait pas d'intégrer et enfin, a servi de garantie implicite sur l'ensemble des passifs bancaires. Le capital des actionnaires n'a pas été réduit, comme dans toutes les injections passées mais leurs droits sont dilués puisqu'une partie des fonds injectés l'est sous forme d'actions ordinaires non rachetables. Ce traitement privilégié par rapport à la nullification qu'implique la faillite doit aussi être interprété à l'aune des injections passées. L'émission d'actions classiques crée un précédent et doit être comprise comme un tournant de la politique bancaire. Désormais, la FSA n'attend plus pour intervenir comme actionnaire.

- Le cas de *Resona* est l'illustration de la gestion sous contrainte à laquelle la FSA est astreinte et comment, tout en préservant l'ambiguïté que ces contraintes produisent, elle parvient progressivement à durcir la règle de paiement appliquée aux banques. Le traitement de *Resona* est scandaleux si étudié hors contexte et entretient deux risques moraux : le *too-big-to fail*, par l'argument systémique et du danger de crise régionale, et le risque moral sur les actionnaires bancaires³⁰⁶. Pris dans son contexte, c'est un progrès sur le plan du traitement des actionnaires, mais aussi et surtout, sur les autres principes de la règle de faillite qui ont depuis été intégrés aux programmes d'injection (cf. Chap. IV - 5.). La banque quasi-nationalisée est la première à adopter le modèle anglo-saxon de gouvernance avec un changement radical des équipes dirigeantes et un vrai schéma incitatif à la restructuration. Enfin, en montant le ratio à 12% pour cette banque régionale, la FSA signale que les autres vont toutes devoir s'aligner sur les normes internationales.

- La **gestion des deux cas de défauts, de *Resona*, puis d'*Ashikaga Bank***, montre toutefois comment la levée précoce de la garantie des passifs bancaires a contraint la tutelle à durcir sa stratégie prudentielle.

Le sauvetage de *Resona* en juin 2003 est raconté dans l'encadré ci-dessus. Il éclaire notre interprétation des programmes d'injection et leur limites quand le cadre prudentiel est devenu plus transparent. La menace de faillite est neutralisée par une mauvaise définition de la norme de solvabilité : l'effet tampon des avoirs fiscaux et le plancher réduit de la norme de solvabilité appliquée aux banques exerçant une activité strictement domestique. Comme la levée de la garantie totale des passifs permet aux marchés de formuler un jugement sur la solvabilité effective des banques, la tutelle ne maîtrise plus le risque de défaut bancaire. Le maintien de cette garantie permettait à la tutelle de concentrer sa pression sur les seuls actionnaires et donc de contenir l'impact d'un défaut aux seuls marchés boursiers. Et responsabiliser l'actionnaire devait être l'objectif prudentiel prioritaire, car dans une crise bancaire structurelle comme celle du Japon, c'est le seul moyen pour que l'option de survie qui leur est donnée à travers les programmes d'injection serve réellement à reconstruire la politique de crédit des banques. Inversement, dans le cas de *Resona*, le relèvement de la couverture totale des passifs a exclu la solution de faillite, parce qu'elle aurait déclenché une crise aux dimensions systémiques. En étant contrainte à recourir à l'injection en *open-bank* pour une grande banque dont les contraintes de transparence permettaient de voir qu'elle était manifestement insolvable, la FSA a pris le risque de perdre complètement sa crédibilité vis-à-vis des autres banques, vis-à-vis du marché et a exposé le gouvernement à de fortes tensions politiques. Ce sauvetage en force condamnait *de facto* le recours futur aux

³⁰⁶ Une petite banque comme *Ashikaga* est conduite à la faillite en novembre 2003 après réévaluation d'avoirs fiscaux accumulés en trop grand nombre. Par contre, quand la rumeur des difficultés apparaît sur les marchés, le 17 novembre, son cours boursier monte. C'était juste après le renflouement des actionnaires de *Resona*.

injections. La tutelle s'en est sortie en ***durcissant les contraintes de restructuration associées à ces injections***, faisant de celle de *Resona* un exemple à suivre. Elle a aussi été contrainte d'***accélérer la remise à niveau du cadre prudentiel***. Les nouvelles exigences de transparence des pratiques de crédit et des ratios de solvabilité ont encore réduit ses marges de manœuvre, donc accru la pression sur les banques.

C'est dans ce contexte que cinq mois plus tard, en novembre 2003, le défaut d'*Ashikaga Bank* intervient. Sa résolution menace à nouveau les passifs bancaires. Mais il n'est plus possible de recourir aux injections. Le sauvetage de *Resona* est à présent très contesté et l'insolvabilité de la banque évidente. La faillite est donc inévitable. La banque est mise sous nationalisation temporaire (SPM), et non pas sous le dispositif plus efficace *FRA + bridge bank*. L'argument officiel de la taille régionale de la banque pour justifier ce choix est irrecevable, précisément parce que ce dispositif rend une faillite techniquement réalisable dans toutes les conditions. La véritable raison est que la SPM permet au DIC de détourner sa propre réglementation : une banque mise sous FRA fait du DIC son propriétaire définitif et à ce titre, est financée sur le compte général de l'organisme... donc suivant le régime d'assurance des dépôts en vigueur ! Pour éviter une crise financière en imposant des pertes sur ces dettes et dépôts à terme des banques, et pour éviter d'instaurer à nouveau officiellement cette garantie totale, retour en arrière dur à assumer, il fallait trouver une procédure mobilisant un autre compte que celui de la garantie des dépôts. L'injection étant exclue, reste la procédure peu efficace de la nationalisation temporaire. La morale de cette histoire est que si, cette fois-ci, les actionnaires bancaires perdront probablement tout, ***le relèvement précoce de la garantie des dépôts a rendu la faillite plus coûteuse à l'Etat***.

- Les choix de procédure étudiés ci-dessus n'ont donc pas qu'une dimension technique. On trouve ici une conclusion importante du chapitre suivant sur les lois de faillite d'entreprises et qui vaut autant pour les banques : une loi de faillite n'est pas efficace en elle-même, mais par l'ancrage institutionnel qu'elle apporte à un environnement donné. Ici, la garantie des passifs peut être un moyen de durcir la règle de faillite quand celle-ci, techniquement possible, ne peut devenir une menace crédible que si les créanciers déposants sont désolidarisés des actionnaires. Dans ce cas, la gouvernance des banques est directement mise sous tension et toute aide publique permet d'accélérer effectivement l'assainissement en profondeur. La FSA n'a pas compris cela quand elle a réduit la garantie publique. Pour gérer un défaut sur un système bancaire encore fragile, elle n'a donc eu d'autre choix que de recourir abusivement aux injections en *open-bank*. L'ironie veut que pour restaurer sa crédibilité et justifier politiquement ce choix, elle n'a eu d'autre choix que d'accélérer les réformes bancaires structurelles.

3 – De la réduction des créances douteuses à la question du modèle bancaire

Problématique & Plan

- On sait que le passage, en 1998, d'une gestion discrétionnaire des défauts bancaires à un cadre de traitement formel, ancre la politique bancaire sur une trajectoire allant nécessairement vers un durcissement du droit de la propriété. Mais comme l'indépendance de la tutelle n'est pas assurée, elle n'a pas la maîtrise de la norme de solvabilité. La dernière partie du chapitre montre que jusque 2002-03, les injections en *open-bank* ne servent qu'à reculer l'échéance du traitement de l'insolvabilité bancaire, parce que l'Etat-actionnaire est passif. Il ne profite pas de sa position privilégiée pour changer les pratiques bancaires. Enfin, comme jusque 2002, les passifs bancaires bénéficient d'une garantie totale, celles-ci ne sont pas non plus inquiétées par la pression des marchés. En fait, la pression croît, mais lentement et de manière diffuse. On a vu que de la faillite impossible, la faillite devient improbable, parce que la norme de solvabilité devient incertaine. Et sa composition, plus que son niveau, exprime le creusement des écarts de situation entre établissements. C'est la transparence sur cette norme qui crée la pression sur les plus fragiles.

La même approche va être utilisée pour encadrer les pratiques de crédit. Dans un environnement prudentiel où la faillite est rejetée, chaque banque est tentée de dissimuler ses pertes ou de les révéler au rythme des autres banques. Ce n'est qu'en freinant le processus de différenciation entre des établissements inégalement touchés par l'éclatement de la bulle que ceux-ci peuvent bénéficier d'un traitement commun. La tutelle va d'abord chercher à casser ce mimétisme, en commençant par contrôler la qualité du classement des crédits. Et dans le contexte prudentiel qui vient d'être décrit, elle ne dispose que des inspections sur site pour exercer une coercition réelle sur les comportements bancaires. Ce lourd mode de fonctionnement va l'inciter à formater davantage ces inspections. Elle va produire des règles systématiques en matière de classement et de provisionnement des créances douteuses. Cette phase de divulgation des pertes est un succès. Il est facilité par le mécanisme de l'avoir fiscal, qui neutralise leur effet. Mais une norme de solvabilité molle implique une règle de paiement molle dans les relations de crédit : les banques sont davantage contraintes de couvrir leurs pertes, mais tant que celles-ci n'entraînent pas la faillite, elles n'ont pas d'incitation à traiter leurs sources. D'où le constat : les prêts non-performants se renouvellent. Dans une deuxième phase, à partir de fin 2001, la FSA engage une politique plus structurelle. Elle impose aux banques, d'une part, un objectif de réduction de moitié des stocks de prêts non-performants à l'horizon de mars 2005 et, d'autre part, des temps limités de traitement de créances déclassées. Cette inflexion de la politique bancaire n'est toujours pas suffisante. Avec la transparence croissante des données de crédit et l'historique acquis sur le traitement des créances douteuses, les besoins de provisionnement complémentaires apparaissent

trop faibles et surtout, un nouveau problème apparaît : les risques sont globalement sous-tarifés au moment du contrat. Des pertes risquent d'apparaître en masse à la moindre récession, et la rentabilité d'exploitation est très insuffisante pour absorber les avoirs fiscaux accumulés. L'ironie du sort est qu'en refusant de traiter l'insolvabilité bancaire, la tutelle en vient à devoir traiter un problème bien plus complexe pour elle seule : celui de la viabilité du modèle bancaire traditionnel. Or la politique bancaire se resserre suffisamment pour intensifier le rythme de traitement des pertes, mais elle ne permet pas d'allonger l'horizon d'anticipation de banques insolubles.

La tutelle compte sur la transparence pour remplacer la norme de solvabilité, ou plus exactement, qu'en explicitant les défaillances du cadre prudentiel, la transparence qu'elle organise la contraindrait à les corriger : en démasquant les interférences politiques, on les paralyse. La tutelle n'a pas vraiment conscience de cette dynamique institutionnelle transparence/durcissement à laquelle elle participe, avant l'arrivée de M. Takenaka, en octobre 2002. Jusqu'alors, la dynamique fonctionne au ralenti parce que la tutelle se situe dans un rapport de coopération avec les milieux politiques. Elle va se durcir après, quand ce dernier –soutenu par le Gouvernement Koizumi–, cassera le consensus. A partir de là, la FSA s'engagera dans une lutte ouverte avec les banques et les appareils politiques et dans une politique active de normes. Ce tournant résulte de la conjonction d'une stabilité gouvernementale qui avait jusqu'alors manqué, et du constat apparu en 2002, que la transparence ne remplace pas la contrainte de solvabilité, et elle n'est en tout cas pas suffisante pour conduire les banques à réviser leur modèle de relation de crédit. Le tournant va consister pour la tutelle à poser que la liquidation définitive du problème des prêts non-performants et l'absorption des avoirs fiscaux à moyen terme, ne peuvent être obtenus sans resserrement violent de la norme de solvabilité, que si les banques enterrent le système de banque principale une fois pour toutes.

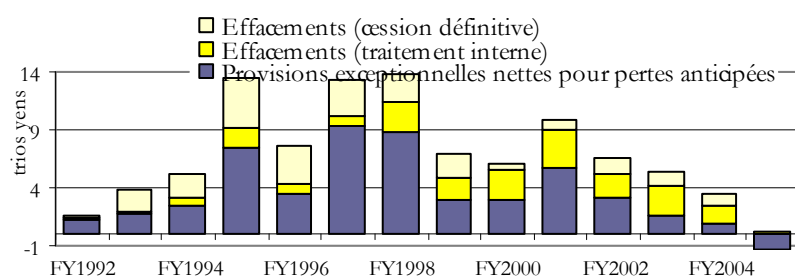
- Une première section (3.1) brosse l'état des lieux des prêts non-performants. C'est le *verso* de la norme de solvabilité étudiée plus haut. On s'intéresse moins à l'ampleur du problème –déjà vu à travers cette norme de solvabilité– qu'à son évolution dans le temps, en distinguant les rythmes de divulgation, de provisionnement et de traitement des pertes. Normalement, une banque qui constate un changement dans le profil de risque d'un emprunteur et qui se saisit de ce problème, déclenche ces trois étapes successivement, mais de manière aussi rapprochée que possible. Elles ont été complètement dissociées au Japon. Elles correspondent à la réponse poussive des banques aux trois phases historiques de resserrement du cadre prudentiel des pratiques de crédit, et qui ont été présentées dans l'histoire ci-dessus. On va voir que ces trois phases décrivent trois sources de blocage à la réduction des pertes : la résistance des banques à lâcher les mauvais emprunteurs –l'aléa moral–, une difficulté manifeste à les traiter correctement quand elles décident de le faire –le coût élevé de la faillite d'entreprise–, et la généralisation de la crise du crédit. Nous avons déjà vu les sources de l'aléa moral. Le problème du coût de la faillite d'entreprises fait l'objet du chapitre suivant et nous le prenons ici pour une donnée. Quant à la généralisation de la crise, en regardant où sont les pertes bancaires, on va voir que l'évolution du profil des entreprises à leur origine nous renseigne sur les canaux de propagation de l'insolvabilité. Le premier canal, celui des chocs macroéconomiques, pose deux problèmes : il généralise la crise parmi les banques et diversifie les sources de leurs pertes, compliquant les modes de détections par la tutelle et de traitement par les créanciers. Le second canal

tient à des pratiques crédits qui, recourant massivement à la collatéralisation, amplifient fortement les interdépendances entre crédit/prix d'actif et croissance. Parce que ces méthodes traduisent une incapacité du système de crédit à sélectionner les risques sur la base des projets d'investissement, et parce que le risque moral atteint une portion croissante de l'offre de crédit, les autorités en sont venues à remettre en cause ouvertement la pertinence du modèle bancaire en vigueur, pour le remplacer par une approche plus normée de la relation de crédit. On présente d'abord les particularités du Système de Banque Principale (SBP) et les raisons de son dérèglement dans les années quatre-vingt (3.2.), avant de s'interroger sur les conséquences du maintien de ce modèle (3.3.). Qu'en a-t-il résulté sur les pratiques micro de crédit ? Surtout, dans quelles mesures peut-on relier l'ampleur des prêts non-performants et à la faible rentabilité d'exploitation bancaire ? En montrant que la question du modèle bancaire est liée à celle de la faiblesse d'exploitation des banques, on montre que le seul traitement des pertes ne suffit pas à légitimer le recours massif aux avoirs fiscaux pour soutenir les ratios de solvabilité. Leur accumulation doit être conditionnée au relèvement de la rentabilité d'exploitation des banques nippones, et par conséquent, à la réforme du modèle bancaire.

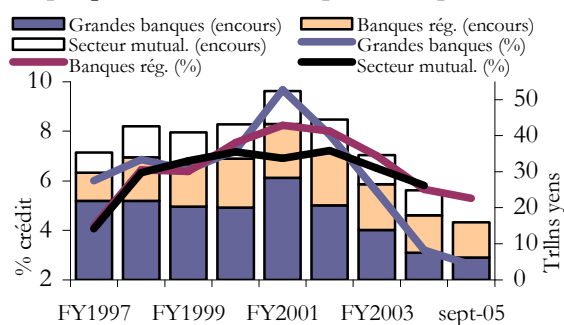
3.1. Les prêts non-performants

3.1.1. La résorption des prêts non-performants : ce que révèlent ses trois étapes

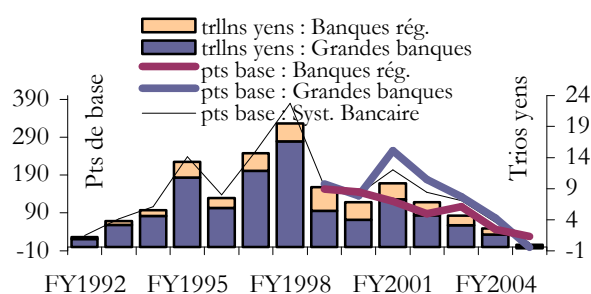
Graphique 56 – Décomposition du coût du crédit *ex-post* (banques par action)



Graphique 57 – Le stock de prêts non-performants



Graphique 58 – Rythme de traitement des pertes (provisions nettes *ex-ante*)



NB : les données à mi semestre, pour septembre 2005 sont fournies à titre indicatif. Les banques reportent enfin d'exercice une grande partie de leurs cessions de pertes et du coût du traitement interne. Ces données surestiment donc les performances des banques. Quant au secteur mutualiste, il n'est pas tenu de fournir ces données sur une base semestrielle. Source : FSA.

- Le coût du crédit *ex-post* (cf. Graphique 56) désigne les pertes effectives non-anticipées sur l'activité de crédit. Il correspond aux pertes définitives réalisées au moment d'une liquidation de crédit, ou au terme d'une réécriture amiable des contrats ou dans le cadre d'une faillite légale. Au Japon, son évolution suit trois étapes que l'on peut articuler autour des réformes de 1998 et l'engagement de la politique structurelle en 2001-2002.

1^{ère} étape (FY1994-97) : la divulgation des pertes : elle est rythmée par trois facteurs : l'extension de la définition prudentielle des prêts non-performants à partir de FY1994 (cf. Encadré 20), la mise en faillite des *jusems*, en 1995 et 1996, puis, encouragés par la reprise et l'euphorie boursière de 1996-97, des programmes de provisionnement massifs tels qu'on n'en connaîtra plus après 1998. L'explosion des provisionnements en 1997 et 1998 –mais également en FY2001 et FY2004– résulte à chaque fois d'un ajustement à la hausse des taux de provisions, non pas par réévaluation en interne des risques, mais consécutif au resserrement du cadre prudentiel, et surtout au rythme des inspections sur site³⁰⁷. Cela prouve d'abord qu'il n'y a manifestement pas une continuité dans les pratiques de provisionnement entre la dégradation du crédit et le défaut, et que les banques, soit ne savent pas à qui elles prêtent, soit résistent à révéler ces pertes. On verra que c'est un peu des deux. Un second fait stylisé peut être relevé dans cette première phase, mais il est en partie trompeur : c'est l'importance relative des traitement par cessions d'actifs³⁰⁸. Trois types d'opérations sont concernées : les cessions de collatéraux de crédit en premier lieu, puis les reprises de crédit par des fonds de redressement, beaucoup moins importantes et pour un tiers des encours, enfin et surtout, les cessions aux organismes de cantonnement, en particulier les pertes sur les *jusems* cédées à la HLAC (cf. 4.2.2.). Seules les deux premières opérations décrivent en réalité des cessions définitives et donc le tarissement de sources de pertes, par la troisième. La HLAC, comme toutes les AMC créés avant 1998, ne fait que gérer pour les banques leurs droits de propriété, sans transférer celle-ci. En outre, elle fonctionne sur un principe mutualiste strict. Elle reproduit donc les dysfonctionnements internes dans les pratiques de crédit des banques, et les nouvelles pertes susceptibles d'apparaître sur les actifs transférés sont toujours assumées par les banques.

Au total, cette première phase est caractérisée par (1) l'émergence des prêts non-performants et le début de mise à niveau des provisions et (2) d'importantes cessions d'actifs, mais uniquement liées à l'immobilier et (3), des pseudo-transferts de créances douteuses, qui permettent aux banques d'économiser des provisions à court terme, mais pas de tarir la source des pertes³⁰⁹.

FY1998 est une année de transition. C'est encore la poursuite des programmes de provisionnement massifs de 1996, mais c'est déjà l'affirmation du mode de traitement en interne des pertes, qui va être privilégié jusque la fin de la crise. Les cessions d'actifs ralentissent sérieusement. Pourquoi ? Deux arguments doivent être avancés : le coût des procédures de liquidation et l'aléa moral.

³⁰⁷ En 1998, c'est la conséquence de l'introduction du classement FRL des créances (voir Encadré 20) En 2001, c'est l'effet du durcissement des inspections sur site et de l'objectif de réduction des pertes de moitié fixé à mars 2005 pour les grandes banques. En 2004, c'est le double effet du développement des nouvelles méthodes de calcul des provisions (modèles DCF étudiés plus bas en 4.1.3.) et de la hausse des taux de provisions cibles que les grandes banques se sont assignées, pour s'aligner sur les surprovisionnements effectués par la banque nationalisée *Resona*.

³⁰⁸ Respectivement 44% et 33% du coût du crédit sur la période 1992-97.

³⁰⁹ Effectivement, l'organisme de cantonnement n'étant pas soumis à des contraintes de provisionnement, tant que les créances transférées ne sont pas liquidées, la dégradation de leur qualité ne lui impose pas des pertes. Par conséquent ces pertes ne sont comptablement reconnues nulle part. Il s'agit bel et bien d'un détournement des contraintes de provisionnement organisé par l'acteur public.

- Jusqu'en FY1995, les définitions fiscale et prudentielle d'une perte bancaires sont quasiment confondues. Pour l'administration fiscale, les seules pertes reconnues, et donc déductibles des revenus imposables, sont les pertes certaines et définitives, augmentées de quelques provisions sur les emprunteurs en faillite ou en cours de liquidation. Au sens de la réglementation prudentielle, elles correspondent aux provisions à constituer sur les prêts définis par elle comme non-performants. Or cette définition est extrêmement restrictive. Elle ne prend comme critère de sélection que l'accident de paiement effectif et non la qualité de l'emprunteur. Le classement de créances qui en découle, dit '*risk management loans classification*' date de FY1992 et distingue les retards de paiement de plus de six mois et l'état de faillite légale. A partir de FY1995, cette définition s'éloigne de celle du fisc en s'élargissant, jusqu'à prendre sa forme définitive en FY1997. L'ensemble ainsi constitué correspond à la définition des créances douteuses selon les standards internationaux. Il regroupe les arriérés de paiement de plus de 3 mois et les pertes assumées suite à une renégociation de dette³¹⁰.

Jusqu'en 1997, le cadre prudentiel japonais assimile les risques accumulés dans les portefeuilles de crédit des banques à ces créances douteuses : autrement dit, la qualité de ces portefeuilles ne se dégrade pas officiellement tant qu'un défaut tel que défini plus haut n'est pas constaté. Cette approche était courante dans les pays riches avant la déréglementation et ne posait pas de problème car les banques bénéficiaient de rentes de situation leur assurant une maîtrise des emprunteurs et donc, de leur solvabilité. Au Japon, toutefois, cette référence au défaut effectif était appliquée de manière très restrictive, puisqu'elle distinguait le crédit de l'emprunteur : si un emprunteur bénéficiant de plusieurs crédits sur une même banque faisant défaut sur un seul, seul ce crédit devait être reclassé. Cette approche prudentielle permet des arbitrages de réglementation susceptibles de dissimuler une forte dégradation de la qualité des prêts. L'incitation à ces arbitrages croît d'autant plus que les procédures de faillite pour gérer les défauts de crédit sont coûteuses (cf. Chap. V – 1.). Tant que l'ampleur de cette dégradation ne dépasse pas la base en capital, les banques ont intérêt à traiter correctement leurs créances dépréciées et, plus en amont, leurs relations avec les emprunteurs. Quand ces risques latents mettent la banque en état d'insolvabilité virtuelle, comme c'est le cas au Japon, la probabilité que les banquiers adoptent des stratégies de *gamble for resurrection* devient élevée.

En 1997, le Ministère des Finances élargit la définition des prêts restructurés à intégrer aux créances douteuses. Ils ne regroupent plus seulement ceux dont le taux d'intérêt effectif global a été réduit, mais aussi ceux sur lesquels une réduction de taux d'intérêt nominal a été consentie, même si les dettes renégociées ne génèrent pas des pertes actuarielles. Le déclassement est donc maintenu parce que la renégociation passée implique que l'emprunteur est fragile et que ses capacités de remboursements ont d'une manière ou d'une autre été remises en cause. Si dans les faits ce changement ne remet pas en cause officiellement la solvabilité des banques, sur le principe, le changement est radical. Il se conforme au principe prudentiel suivant lequel les arbitrages de réglementation sont toujours sources de risque moral, et doivent être évités en établissant une continuité dans la règle de faillite. On voit en dernière partie du chapitre que cette continuité passe par la réduction du saut qualitatif entre les procédures engagées pour gérer les crises bancaires, de l'injection en *open-bank* à la faillite. Cette continuité doit aussi être assurée au niveau de la norme de solvabilité officielle, qui doit refléter le risque de défaut des banques. Ce n'est donc pas par hasard si la loi qui réforme les procédures de faillite en 1998 consacre aussi cette nouvelle approche prudentielle en matière d'évaluation des actifs, le principe de la *value at risk*, pour les portefeuilles boursiers, obligataires et immobiliers³¹¹, et une nouvelle nomenclature des crédits fondée sur le risque anticipé, dite **classification FRL** (*Financial Reconstruction Law*), sur laquelle s'appuient les règles de provisionnement. Elle complète la classification du fisc **Risk Management Loans**, fondée sur le défaut effectif³¹² puisqu'elle livre des informations supplémentaires sur les pratiques de crédit et en particulier, sur

³¹⁰ Il faut ajouter les créances en cours de restructuration par voie amiable (or ceux sous IRCJ ou RCC) sur lesquelles il existe des impayés 'par grâce'.

³¹¹ Il serait temporairement levé en 1999 au moment des injections, avant d'être rétabli depuis 2002. Sur ce laps de temps, on donnera la possibilité aux banques de choisir la méthode de valorisation la plus avantageuse pour eux, entre la VaR, le prix d'acquisition et le coût de chargement.

³¹² L'écart entre l'encours des prêts à risque et les prêts non-performants oscille autour de 0,8 trillion, de yens, soit 2,5% des montants. Le périmètre de consolidation des activités des groupes bancaires est à présent conforme aux pratiques internationales. Jusque 1998, il ne prenait 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. Les grandes banques en ont usé abondamment pour transférer d'importants stocks d'engagements de mauvaise qualité dans les comptes de leurs filiales non-banques. Ce fut le cas pour les faillites d'*Hokkaido Takushoku*,

l'écart entre la valeur économique du crédit et sa valeur liquidative : ainsi, un prêt restructuré ou avec des arriérés peut être classé 'normal' s'il est totalement couvert par des collatéraux (cf. Tableau 8).

Tableau 8 – La classification FRL des prêts non-performants

Classification FRL		Evaluation interne par les banques				
		Prêt / Emprunteur	Normal	Prêts non-performants		
Régime de provisions					Cat. 2 : suivi attentif requis	Prêts douteux
						Cat3 : danger de faillite
Sans valeur	Complémentaire 100%	Faillite de facto/légale	Nantissement de 1 ^{er} ordre	Nantiss. ordin. (dont immob.)		
Risqué	Complémentaire 70%	Danger de faillite	Nantissement de 1 ^{er} ordre	Nantiss. ordin. (dont immob.)		
Suivi attentif requis	Général ~15%					
Normal Suivi requis	Général ~4,0%	Suivi requis				
Normal	~0,3%	Normal				

• La classification FRL (gauche du tableau) qui détermine le régime de provisions à appliquer repose sur une grille d'évaluation à double entrée, l'une pour la classification de l'emprunteur et l'autre pour celle du crédit, non plus fondée sur le constat de défaillance effective mais sur l'appréciation du risque par les banques elles-mêmes. La différence entre les deux repose sur la nature du prêt (terme, type et qualité des garanties, etc.). Les créances nécessitant un suivi attentif (cat. 2) sont celles accordées à des débiteurs qui, bien que n'étant pas en situation de défaut, ont des états financiers et résultats d'exploitation qui se dégradent, entraînant un risque sur le paiement du principal ou des intérêts. Dans cette catégorie ne sont incluses que les créances dont le risque n'est pas clairement identifié –au sens d'une évaluation précise– et auquel les dirigeants semblent capables de remédier par une gestion adéquate. Le jugement sur la qualité du management détermine ici grandement le passage du classement 'normal avec un suivi requis' à celui de prêt non-performant. Les créances à risques (cat. 3) reprennent la définition des créances douteuses conforme aux pratiques internationales (cf. ci-dessus), en l'élargissant aux créances dont les pratiques de management sont considérées comme défaillantes ou incapables à elles-seules de remédier aux difficultés de l'entreprise, par exemple quand les dirigeants d'emprunteurs n'ayant pas fait défaut ou ayant bénéficié d'une renégociation de dette il y a un certain temps renâclent à coopérer. Sont également incluses les créances restructurées pendant la période convenue de réalisation du plan de redressement.

Pour le premier, on oublie souvent que les banques n'avaient pas attendu les réformes de 1998 pour afficher des pertes sur leurs créances. Leur cumul est loin d'être négligeables : 68 trillions de yens sur FY1992-98. Surtout il est payé au prix fort puisque l'absence des avoirs fiscaux multipliait en moyenne par 1,6 le coût des provisionnements *ex-ante* (cf. 2.4.1.). Et pour traiter ces pertes déjà anormalement coûteuses à couvrir, les banques semblaient accepter de recourir aux liquidations de collatéraux et donc, relevons-le, à abandonner des emprunteurs. Or le chapitre suivant montre que ces liquidations étaient également des procédures très coûteuses, de sorte que les difficultés des créanciers à définir et faire exécuter leurs droits limitaient ces opérations aux collatéraux de crédit les plus faciles à négocier. Leur épuisement fait disparaître

de *Nippon Credit Bank*, de *Yamaichi* et le plus spectaculaire, *Long Term Credit Bank*. En sortant de son périmètre comptable trois filiales de leasing virtuellement en faillite, elle excluait 520 milliards de yens de pertes sur des créances immobilières –à rapporter aux 1 380 milliards déclarés sur l'ensemble de ses prêts. Devant l'ampleur des pertes concentrées dans les filiales de leasing de la LTCB, la FSA a élargi le périmètre de consolidation des comptes des groupes pour les créances douteuses, en intégrant désormais des critères qualitatifs tels que les transferts de personnel, la provenance des dirigeants et l'intensité d'utilisation des services bancaires connexes. Les particularités du système de banque principale sont ainsi mieux encadrées par la loi.

le marché en 1999³¹³. Au total, malgré la protection dont elles bénéficiaient, les banques semblaient prêtes à lâcher des emprunteurs en nombre important. L'élan est stoppé en premier lieu par les imperfections du cadre juridique, qui les a contraintes à conserver dans leurs bilans plus de mauvais crédit qu'elles le souhaitaient. En second lieu, cet élan est stoppé par l'extension du risque moral.

Cela est d'abord visible dans l'arrêt des cessions d'actifs des banques aux structures de cantonnement suite à leur réforme en 1998. Elles sont regroupées en un organisme public classique, la RCC, imposant la cession totale des droits de propriété. Les opérations de maquillage sans cession définitive ne pouvant plus être poursuivies, des prix de rachat doivent être affichés, qui s'avèrent être très bas et impliquent une reconnaissance immédiate de pertes très au-dessus des taux de provisionnement légaux. L'extension du risque moral est également visible dans le net ralentissement du rythme d'assainissement des bilans qui ne retrouvera plus jamais les niveaux atteints en 1997 et 1998, soit avant les injections de fonds publics dans les banques, et l'introduction de l'avoir fiscal. En terme de coût du crédit, on retrouvera les niveaux de FY1994 et FY1996, soit un coût encore élevé, fluctuant autour de 150-200 points de base pour les banques par actions³¹⁴.

2^{de} étape (FY1999-2002) : le provisionnement. Le Graphique 57 permet de mettre en évidence une cassure nette dans l'évolution du stock des prêts non-performants : ils atteignent un pic en FY2001 puisque pour les grandes banques, leur stock baisse brusquement jusqu'à atteindre, en 2006, un niveau proche de la normalisation. Jusque FY2001 compris, la FSA se focalise sur la meilleure valorisation des prêts non-performants. Après les nouvelles règles de classification et de provisionnement introduites en 1998 et qui conduisent aux provisionnements massifs de 1997-98, un second tour de vis intervient en 2001 à travers par une intensification des inspections³¹⁵ et un relèvement des contraintes de provisionnement des prêts non-performants³¹⁶. Ils conduisent à une augmentation de 60% de leurs encours et à une convergence très nette des banques vers les taux de couverture légaux, qu'elles respectent globalement fin 2002. Le problème, c'est que malgré ce resserrement, les stocks de prêts non-performants ne baissent pas. Ils font l'effet d'un Tonneau des Danaïdes absorbant sans fin les provisions des banques. C'est le moment où l'on constate une dissociation entre la qualité du processus de divulgation des pertes,

³¹³ La section 4.2.2 sur le fonctionnement des AMC au Japon atteste cette interprétation de l'arrêt des cessions.

³¹⁴ Les banques par actions sont les grandes banques et les banques régionales de première et de deuxième catégorie. Elles excluent la troisième catégorie de banques, à savoir les établissements mutualistes, regroupés en réseau mutualiste agricole, réseau des banques populaires (*shinkin banks*) et réseau du crédit social (*credit cooperatives*).

³¹⁵ Toutes les banques, y compris les banques régionales, sont désormais inspectées au moins une fois par an, et le rythme semestriel des inspections ciblées est institutionnalisé.

³¹⁶ Depuis la tournée de mai 2001, les inspecteurs de la FSA intègrent la méthodologie DCF, les valorisations boursières des emprunteurs et les notations de marché disponibles pour affiner l'évaluation des risques de crédit. Ils peuvent ainsi '*recommander*' aux banques de relever leurs taux de provisionnement au dessus des contraintes légales.

et celle de leur traitement. La règle de paiement molle appliquée aux banques est bien répercutée sur le crédit aux entreprises.

3^{ème} étape (FY2002- ?) : le traitement. Le fait stylisé nouveau est la réduction rapide du stock des prêts non-performants sans accélération du rythme des provisionnements. Comme les banques n'ont pas fortement rationné leur offre de crédit agrégée et par conséquent, n'ont pas sensiblement accru leurs exigences moyennes sur les nouveaux crédits, restent deux explications : l'embellie macroéconomique, tangible, et un changement radical dans la qualité du traitement des pertes par les banques, que l'on ne peut appréhender qu'indirectement. De fait, cette dernière période correspond à l'engagement de la politique de réforme structurelle du modèle bancaire. Suite à la nationalisation de *Resona* et à l'introduction de la méthode DCF pour les provisionnements, les banques vont encore relever leurs taux de couverture des créances à risque, mais cette fois-ci très au dessus des contraintes légales, et la FSA va leur imposer un traitement des pertes en temps limité. L'ensemble produit bel et bien un changement qualitatif des pratiques bancaires face aux emprunteurs défaillant, limitant l'*ever-greening* du profit du traitement en profondeur des emprunteurs. Mais comme on va le voir, il ne garantit pas une réforme du modèle bancaire. Et c'est là un problème.

- Si les trois phases –révélation, couverture, traitement– expriment une réponse poussive des banques au resserrement du contrôle de la tutelle sur les pratiques de crédit, cette résistance ne provient pas d'un schéma classique d'aléa moral qui serait apparu au moment de l'éclatement de la bulle, quand l'insolvabilité n'a pas été sanctionnée. L'argument vaut assurément, puisque dans les toutes premières années de la crise, rien n'apparaît dans les bilans, mais il faut l'enrichir de trois éléments :

- (i) Cet aléa moral s'est enraciné progressivement, en particulier après le sauvetage général de 1998, quand le rejet de la faillite par les autorités s'est manifesté explicitement. Nous avons déjà vu les sources de l'aléa moral. Retenons ici que l'une des conséquences de cet enracinement est une prédilection des banques pour le traitement des pertes en interne, qui s'affirme nettement au moment même où les autorités commencent à s'intéresser à leurs portefeuilles de crédits.

- (ii) Ce repli sur la négociation amiable plutôt que la cession ou les procédures légales s'est aussi nourri d'une difficulté manifeste des créanciers à exercer leurs droits à travers les procédures légales existantes. Le coût élevé des faillites et saisines de collatéraux élève le risque moyen sur le crédit, d'où, dans un environnement sain, une offre structurellement rare. Ici, il amplifie les distorsions de comportement causées par l'aléa moral. Le chapitre suivant regarde ce qu'il y a derrière ce coût. Prenons-le ici pour une donnée, en sachant qu'il diminue à partir de FY2000.

- (iii) La persistance des créances douteuses dans les bilans des banques, interprétée ci-dessus comme une résistance au changement, vient aussi d'un risque qu'elles ne maîtrisent pas, celui de la macroéconomie. On voit maintenant qu'en élargissant le champ de la crise du crédit à de nouveaux secteurs et types d'emprunteurs, ce risque macroéconomique va révéler la véritable nature de la crise bancaire japonaise : par-delà la crise de la régulation par la tutelle, une crise du modèle bancaire.

3.1.2. De l'extension de la crise du crédit expliquée par la macroéconomie à la crise la question du modèle bancaire

- Cumulées jusque 2005, les pertes sur prêts non-performants dépassent les 110 trillions –127 avec le secteur mutualiste–, soit un montant de très loin supérieur à l'encours cumulé des crédits octroyés pendant la bulle aux secteurs immobilier et financier. Des pertes sont donc apparues pendant la crise dans d'autres secteurs, et pour des montants élevés que le risque conjoncturel ne pourrait pas expliquer à lui seul. Derrière l'explication macroéconomique des créances douteuses, on doit d'abord y mettre l'effet des chocs particuliers intervenus après l'éclatement de la bulle. Ce sont des chocs conjoncturels, qui créent donc un problème de passif pour les emprunteurs, mais ce sont aussi des chocs institutionnels, qui créent donc des besoins structurels de réallocation des actifs dans l'économie. En généralisant la crise parmi les catégories de banques, en diversifiant leurs sources de pertes en même temps, en élargissant les problèmes structurels d'exploitation à d'autres secteurs, ces chocs vont à la fois compliquer le traitement des pertes par les créanciers et rendre plus difficile leur détection par la tutelle. On doit y mettre aussi des pratiques de crédits qui, en recourant massivement à la collatéralisation, amplifient fortement les interdépendances entre crédit/prix d'actif et croissance. Parce que le risque moral atteint une portion croissante de l'offre de crédit, et parce que ces méthodes traduisent des difficultés du système de crédit à sélectionner les risques sur la base des projets d'investissement, les autorités en sont venues à remettre en cause ouvertement la pertinence du modèle bancaire en vigueur, pour le remplacer par une approche plus normée de la relation de crédit.
- Depuis l'éclatement de la bulle, en 1990, les banques ont dû subir *trois chocs exogènes négatifs* sur la qualité de leurs crédits. Le premier est la mauvaise gestion macroéconomique de la récession, qui a conduit à la déflation. Le chapitre II consacré aux questions macroéconomiques montre que la politique monétaire restrictive jusque 1995 accroît sensiblement le coût réel de la dette. Pour autant, ce coût était gérable par les banques dans la mesure où il n'y a pas eu de choc monétaire. Les perturbations conduisant au rétrécissement des anticipations et aux défaillances sont en fait davantage rythmées par les inflexions de la politique budgétaire, puisqu'à trois reprises, les autorités ont soit sous-réagi (1994-95), soit voulu réduire précocement le déficit public (1996-97 et 1999-2000) entraînant une chute de la demande globale et l'intensification de la déflation. Le deuxième choc négatif est la déréglementation des services, programmée par le *Big-Bang* du Premier Ministre Hashimoto en 1996 et engagée en 1997-98, alors que le pays semblait dans la dépression. Il n'est pas possible de mesurer directement l'effet de ce choc sur l'activité de crédit et sur les pertes bancaires, en raison du manque de données et des perturbations macro et prudentielles nombreuses à partir de 1997. On sait cependant que ce secteur affichait une très faible rentabilité et un taux d'endettement très élevé en 1997-98, qui n'avait pas été réduit depuis l'éclatement de la bulle. On sait aussi que l'inflexion de l'offre de crédit en direction des entreprises de service les plus endettées est particulièrement marquée et antérieure d'une année au *capital crunch* de 1998 (cf. Graphique 59)³¹⁷. C'est le cas dans la distribution de détail –les grands magasins et les réseaux de détail–, dans l'hôtellerie et la

³¹⁷ Voir aussi les graphiques sur la dette nominale et rapportée au chiffre d'affaire des entreprises manufacturières et des services, par taille. Les comportements de désendettement changent visiblement en fonction de ces deux critères.

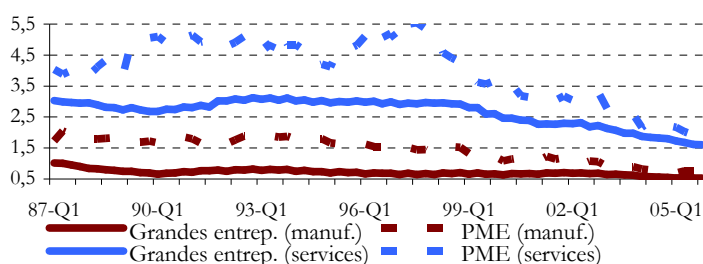
restauration. Inversement, les distributeurs en gros restent protégés voire accroissent leur endettement jusqu'au durcissement des programmes d'inspection de la FSA en 2002 (cf. Graphique 64). Le classement de ces emprunteurs surendettés a longtemps été maintenu à un niveau élevé en raison du recours intensif aux collatéraux et ceci a permis aux banques de justifier des charges d'intérêt particulièrement faibles sur ces clients³¹⁸. La déréglementation précipite nécessairement de nombreux acteurs dans la crise. Le troisième choc est la réorientation structurelle de la politique budgétaire à partir de FY2001, mettant un terme à la politique des grands travaux pour passer à une politique axée sur l'amélioration de la qualité de l'offre (cf. Chap. III – 3.2.). Ce revirement conduit à l'arrêt des subventions à un secteur du BTP dont les surcapacités et le surendettement sont entretenus par ces budgets depuis l'éclatement de la bulle. Il produit le même effet sur celui-ci que la déréglementation dans les services : une hausse brutale du risque de défaut qui se concrétise par un bond du taux d'intérêt réel dans ce secteur.

Tableau 9 – Répartition sectorielle des prêts non-performant en mars 2002

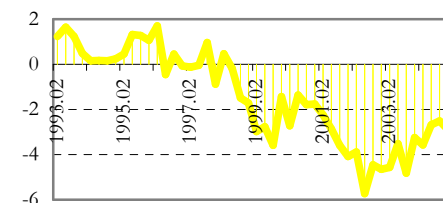
	BTP	Immobil.	Distrib.	Services	Manuf.	Transport & télécom	Finance & assurance	Autres
Grandes banques	12,2	35,8	14,6	14,4	8,5	2,0	4,7	7,9
Banques régionales	10,9	16,0	19,2	22,3	13,2	2,2	1,6	14,6

Source : Banque du Japon

Graphique 59 – Japon : dette nette/FP

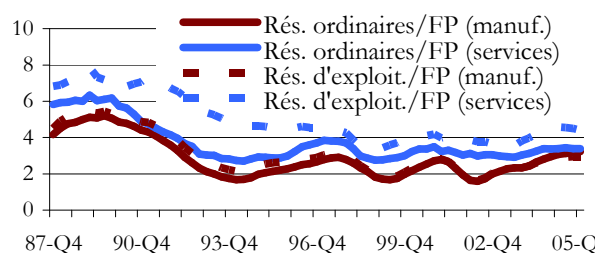


Graphique 60 – Japon : taux de croissance des crédits (% glissé annuel)

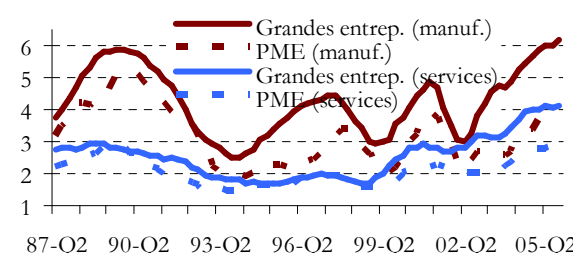


Source : Banque du Japon

Graphique 61 – Japon : résultats/FP (%)



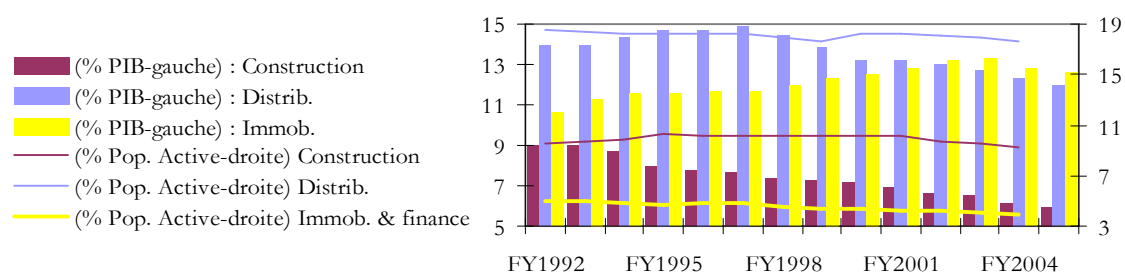
Graphique 62 – Japon : résultat ordinaire/CA (%)



Source : Ministry of Finance, *Financial statistics of corporations by industries*

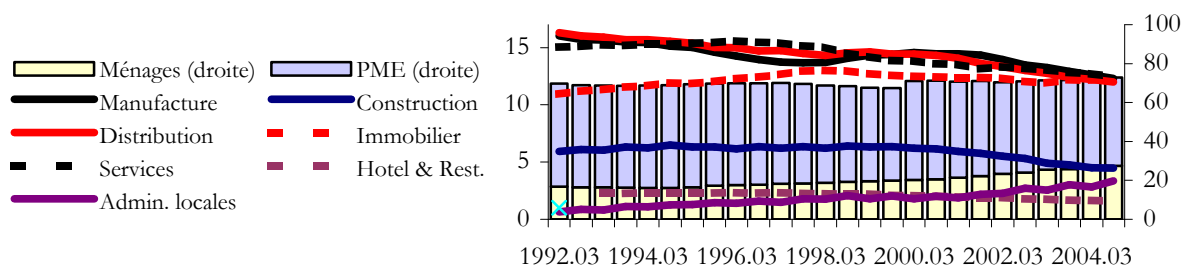
³¹⁸ Les fiches techniques disponibles sur le site de la FSA (www.fsa.co.jp) indiquent qu'une large proportion des gros emprunteurs concernés par les inspections sont des distributeurs de gros ou des grands détaillants. Dans les sections 3.1.2., on relève également que ces secteurs d'activité –auxquels il faut ajouter l'hôtellerie–, sont très présents parmi les cas de restructuration entrepris par l'IRCJ et la RCC.

Graphique 63 – Japon : surcapacités dans la construction et l’immobilier



Source : Rapport annuel des comptes nationaux traités par l’ESRI, pour les valeurs ajoutées ; Estimation du JETRO pour 2005. Pour données du marché du travail : National *statistical handbook* of Japan de Statistical Bureau.

Graphique 64 – Japon : Répartition sectorielle des crédits (% total)



Note : banques par action, hors comptes de fiducie. Source : Banque du Japon

● Le Graphique 63 livre une autre information sur les comportements de crédit. Comme les prix du foncier et l’indice de la construction ne cessent de baisser depuis l’éclatement de la bulle, on devrait s’attendre à une contraction particulièrement nette de l’encours de crédit à ces secteurs. Or on observe le contraire. Le poids de l’immobilier augmente jusqu’au *capital-crunch* de 1997-98 puis diminue légèrement. Il n’y a pas en tout cas d’inflexion comme pour les services après la déréglementation de 1996-97. Cette inflexion est plus nette pour le BTP, mais elle intervient seulement à partir de 2001, lors du revirement budgétaire. Les graphiques ci-dessus montrent le retard dans les restructurations pour tous ces segments d’activité. La crise économique, plus intense pour eux, fait baisser leur poids dans la valeur ajoutée du pays, mais n’incite pas à la réduction des surcapacités, de sorte que leur rentabilité se détériore plus vite qu’ils ne se désendettent. **L’ajustement structurel** dans ces segments n’est pas entrepris avant 2002 et encore, il est lent³¹⁹. Il intervient donc bien après les programmes d’injections de fonds publics de sorte que ces derniers ont manifestement contribué à enraciner le risque moral, comme l’évolution des prêts non-performants semblait l’indiquer. Maintenant, 2002 coïncide avec le début de la baisse du stock des prêts non-performants, mais là encore, les progrès réalisés dans l’assainissement des bilans semblent beaucoup plus rapides que les ajustements réels. Pendant longtemps, les banques n’ont donc pas conditionné leur soutien aux emprunteurs à des

³¹⁹ En terme de PIB, le poids du secteur du BTP, de l’immobilier et de la distribution sont deux fois plus gros que dans la moyenne des autres pays jusque 1998. Ce poids s’est réduit sensiblement pour la construction et la distribution, mais cette inflexion résulte plus de l’intensification de la crise économique que des faillites et restructurations. Ce facteur devient important à partir de 2001-02 seulement, comme l’indique leur poids dans la population active et l’évolution de l’endettement et de la rentabilité. En 2005, l’ajustement est loin d’être achevé.

restructurations réelles assurant la pérennité de ceux-ci, et si une inflexion a manifestement été donnée, ce problème ne fait que commencer à être traité.

- **Les banques régionales** étaient peu impliquées dans le financement de l'immobilier et dans les activités de spéculation boursière pendant la période de la bulle (cf. graphiques en annexe 13). Elles disposaient de portefeuilles de titres moins importants que les grandes banques, de sorte que leur ratio de solvabilité et donc leur capacité de prise de risque étaient moins sensibles aux cours boursiers. Également, en offrant aux grandes entreprises des sources de financement alternatives, la déréglementation avait surtout frappé les grands établissements qui étaient auparavant leurs financiers privilégiés. Les banques régionales sont déstabilisées indirectement, par la concurrence accrue sur le crédit aux PME, et par leur habitude de financer ces dernières en recourant à des collatéraux. Néanmoins, au cours de la bulle, leur rythme d'expansion du crédit est bien inférieur à celui de leurs concurrents de grande taille, de sorte que quand la bulle éclate, elles sont beaucoup moins fragiles. Mais elles vont se fragiliser à un rythme supérieur à celui des grandes banques. Leur stock de prêts non-performants atteint des proportions comparables à mesure que l'économie subit les chocs macroéconomiques décrits ci-dessus, parce que leurs clients sont davantage des PME et commerces de proximité (cf. Graphique 57), et parce que la non-résolution de la crise des grandes banques entretient la chute des prix de l'immobilier, affectant donc la qualité des collatéraux de leurs emprunteurs.

- Cette extension de la crise bancaire a trois conséquences : (i) la **dualité de l'offre bancaire** s'intensifie avec le temps, puisque pour éviter une explosion des pertes sur un éventail de secteurs sinistrés qui s'est élargi, les banques sont contraintes de durcir parallèlement le rationnement du crédit sur les nouveaux emprunteurs ; (ii) **le profil des défauts à traiter devient lui-même plus hétérogène**. Le Tableau 9 montre une nette distinction dans la répartition sectorielle des prêts non-performants au pic de leur accumulation, en mars 2002, entre les grandes banques et les établissements régionaux. Cette clé était la même en 1999, à ceci près que la distribution et les services étaient de trois points moins importants en moyenne. Les traitements en masse deviennent difficiles pour les banques et le recours aux structures de cantonnement perd une partie de son intérêt. L'évaluation des pertes réelles des banques est aussi plus complexe et le risque moral a davantage de prise sur l'offre bancaire. Si la tutelle veut continuer de traiter les bilans des banques sans sanctionner leur insolvabilité, les inspections ne vont plus suffire. Il faudra passer à un contrôle plus systématique de l'offre de crédit, c'est-à-dire amener les banques à normer leurs relations avec les emprunteurs. Cette évolution va permettre à la FSA de voir que l'approche traditionnelle utilisée ne fonctionne plus, et que le recours massif aux collatéraux en est le symptôme le plus visible. (iii) L'extension du champ des pertes bancaires a une troisième conséquence, qui va accentuer ce recentrage de la politique prudentielle sur la question du modèle

de crédit : comme pour l'immobilier et le BTP, ces défauts nouveaux dans les services expriment pour beaucoup une crise structurelle de l'exploitation davantage qu'une faiblesse de la conjoncture. Tarir la source des pertes sur le crédit impose ***un traitement réel substantiel des emprunteurs***, passant par des réductions d'actifs, un recentrage des activités et comme c'est souvent le cas pour éviter le risque moral produit par une renégociation de dette, un changement des pratiques de gestion et des équipes dirigeantes. Les emprunteurs sont réticents à de tels sacrifices et pour y parvenir, les créanciers doivent être en mesure d'exercer sur eux une pression très forte, la menace de faillite. Le chapitre suivant montre que les lois de faillite au Japon étaient inopérantes, comme la plupart des dispositions légales censées garantir l'exécution des droits des créanciers. Le système de banque principal, organisant la négociation amiable entre créanciers et emprunteurs, était censé se substituer aux procédures légales de faillite. Bien sûr, on peut avoir une règle de paiement dure même si un modèle de relation de crédit n'est pas viable par rapport à son environnement conjoncturel et au degré de développement de la concurrence. Dans ce cas, le système de crédit est tout simplement moins efficace parce que son évaluation des risques est coûteuse. Mais comme cette moindre viabilité s'exprime à travers une faible rentabilité de l'exploitation bancaire et plus en amont, par des difficultés à extraire l'information, elle devient un facteur amplificateur du risque moral quand la règle de paiement est molle. Au Japon, cette question du modèle bancaire devient incontournable quand on ne veut pas mener les banques insolubles à la faillite et que parallèlement, avec l'élargissement des besoins de réallocation des actifs dans l'économie, le problème de fond de la stabilisation bancaire passe de l'assimilation des pertes engendrées par l'éclatement de la bulle à celui plus général de la qualité de l'offre bancaire.

3.2. Le fond du problème : le modèle d'organisation bancaire japonais

- Qu'entend-on par qualité de l'offre de crédit ? Dans une acception micro, cette qualité est mesurée par la capacité d'un système bancaire à réduire les asymétries informationnelles au moindre coût. Dans une acception macro, c'est la capacité du système bancaire à reculer la frontière de rationnement de l'offre, à étendre la quantité de crédits distribués pour une quantité de fonds propres donnée, i.e. pour une capacité de prise de risque donnée. On discute ici des caractéristiques du modèle bancaire dominant –le système de banque principale– (3.2.1.), des raisons pour lesquelles son efficacité s'est étiolée avec la déréglementation financière (3.2.2.) et pourquoi, dans ce type de crises structurelles, le modèle de référence n'est pas remis en cause spontanément par les banques elles-mêmes (3.2.3.).

Notons que cette présentation du Système de Banque Principale (SBP) et de ses dérèglements, est le fond de tableau de la première partie du chapitre suivant, consacrée spécifiquement aux difficultés de coordination dans la résolution des défauts, dont le profil type dans cette crise est un emprunteur à l'exploitation déficiente, ayant contracté une dette excessive grâce à un recours massif aux collatéraux.

3.2.1. Pratique de crédit & logique actionnariale sous le Système de Banque Principale

● Le système de banque principale désigne l'organisation traditionnelle du crédit au Japon. C'est un modèle de relation à l'engagement particulier, car susceptible d'être employé pour **organiser la coordination entre les multiples créanciers** d'un même emprunteur. Ses principes de fonctionnement sont opposés à ceux d'un syndicat de crédit classique. Dans ce dernier, un statut et des responsabilités explicites sont conférés au chef de file, et la définition du périmètre et du mode de valorisation des parts individuelles des créanciers participants sont des règles explicitées, écrites dans le droit des contrats, de sorte que si cette relation multi-créanciers est centralisée, elle est aussi ouverte sur le marché –pour peut qu'il est liquide, bien sûr–. Dans l'organisation japonaise, au contraire, cette coordination repose sur des usages informels et le chef de file, la banque principale, n'a pas de reconnaissance juridique. Légalement, rien ne la distingue des autres créanciers. Les missions et droits qui la différencient sont la conséquence d'un environnement institutionnel et d'un mécanisme d'incitation entre créanciers qui lui assurent d'être le seul lieu de coordination entre eux tous. Entre elle et les autres banques, dites *banques secondaires*, il y a un accord de délégation de contrôles réciproques, par lequel la banque principale est seule à exercer le *monitoring* de l'emprunteur pour tous les créanciers –économisant les coûts de contrôle du risque de crédit–, tandis que ces derniers exercent un contrôle sur la qualité générale de ses bilans au niveau de la gouvernance. Dit d'une autre manière, cette organisation bancaire centralisée est fermée au marché parce que construite sur un monopole informationnel. Dans les faits, au niveau de la relation de crédit, la coordination des créanciers est souvent cimentée par la **prise de garanties communes** sur l'emprunteur, et sur lesquelles la banque principale bénéficie d'un rang prioritaire. Le point crucial ici est que, quand il s'agit de gros emprunteurs, le recours aux collatéraux ne vise pas à contrôler le risque de défaut, mais à solidariser le *système des créanciers* en rendant impossible le comportement de passager clandestin. En effet, bien que première signataire sur ces collatéraux, la banque principale, en tant que responsable du *monitoring* de l'emprunteur, est aussi la première responsable de pertes éventuelles sur un crédit consenti. Le cas échéant, c'est elle qui négocie et c'est elle aussi qui doit supporter le plus lourd fardeau dans la restructuration de la dette. Quant au rang inférieur des créanciers secondaires, ils doivent leur servir de leviers d'incitation à contrôler l'emprunteur. A ce stade, relevons que cet usage ambigu des collatéraux est le talon d'Achille du système japonais. D'une part, parce que le recours aux garanties est consubstantiel au système de banque principale et concerne même davantage les gros que les petits emprunteurs. Si la valeur des garanties croît fortement et durablement, les créanciers secondaires n'ont plus d'incitation à contrôler le contrôleur délégué. L'équilibre de coordination disparu, la banque principale peut facilement glisser d'un modèle dans lequel les collatéraux servent à cimenter les créanciers à un modèle classique dans lequel les collatéraux servent surtout à compenser une baisse des efforts de *monitoring* sur l'emprunteur. Dans ce cas, la

banque principale ne défend plus l'intérêt de la collectivité des créanciers mais son intérêt propre. Pour calculer sa prise de risque, elle ne s'appuie plus sur les usages mais se réfère au droit des contrats. Ce glissement étant par définition informel, il est non coordonné : « *les participants ne préviennent pas quand ils ne veulent plus se référer aux usages* ». Ainsi, cette utilisation ambiguë des collatéraux est potentiellement facteur d'aveuglement au désastre quand les prix d'actifs montent beaucoup et longtemps, ou dit autrement, quand les solidarités ne sont pas testées régulièrement. Ce risque d'aveuglement intervient aussi quand la banque principale est sujette au risque moral. Dans ce cas là, l'organisation bancaire informelle centralisée dont elle est le centre devient un puissant vecteur de propagation du risque moral. On va y revenir.

La fragilité de ce processus tient à ce qu'il n'existe aucune règle écrite de répartition des pertes, puisque celles écrites qui se fondent sur la hiérarchie créanciers *juniors/seniors* et sur l'ordre de priorité des remboursements attaché aux nantissements partagés, ne sont pas applicables. La force d'usage des règles non-écrites dépend alors des incitations des participants à ne pas glisser vers le strict droit des contrats, c'est-à-dire, en cas de défaut, à recourir à la procédure légale de faillite. Que ces règles de faillite et de saisine sont très lourdes et coûteuses, comme on le voit dans le chapitre III, est donc cohérent avec l'approche bancaire choisie : la coordination sous SBP est contrainte parce que la menace d'une rupture individuelle à la référence commune est non-crédible. Mais cela ne suffit pas. Il faut aussi que la résolution des défauts sous le SBP soit Parteto-supérieure à l'équilibre de la faillite, en assurant à chacun des participants un coût de gestion des défauts inférieur à celui qu'ils supporteraient respectivement dans la faillite. A cette force d'usage des règles non-écrites doit donc correspondre (i) une efficacité réelle de la relation de crédit, en terme de réduction des asymétries informationnelles et (ii) une rémunération supérieure de la banque principale qui gère la relation de crédit par rapport aux autres créanciers, afin de financer et d'inciter celle-ci à mener correctement la mission qui lui est déléguée.

- La banque principale réduit les asymétries informationnelles en engageant ***une relation à long terme avec son emprunteur***, qui doit s'apparenter à un contrat complet, précisément à cause de cet horizon d'anticipation éloigné. La relation est ensuite gérée de manière très souple, puisqu'il n'y a aucun mécanisme systématique gradué fondé sur le couple risque/coercition. Au contraire, alors que dans une relation bancaire dite à l'acte ou dans un contrat financier classique, la dégradation des risques déclenche un durcissement de l'offre de crédit, dans la relation à l'engagement, le système de banque principale vient au secours de l'emprunteur en difficulté, en réduisant les taux pratiqués, ou en étalant, voire en annulant une partie des dettes, le temps pour l'emprunteur de passer le cap difficile. En contrepartie, dans la période plus florissante, les banques seront récompensées par la fidélité de leurs emprunteurs qui viendront s'endetter auprès d'elles prioritairement, donc sans faire valoir outre mesure l'offre concurrente.

De même que le coût élevé de la faillite légale renforce la référence commune des créanciers aux usages informels, la relation de long terme entre l'emprunteur et sa banque principale est d'autant plus stable que pendant la période de crise, celle-ci, qui organise le sauvetage, est aussi capable de contrôler si ses concessions financières sont mises à profit pour accélérer les restructurations réelles nécessaires. Elle y parvient d'autant mieux qu'elle a (1) un contrôle sur le capital de l'emprunteur – donc sur sa direction–, (2) un contrôle total de la rente informationnelle tirée du *monitoring*, et (3) une expertise réelle dans le ou les métiers de celui-ci.

(1) Le contrôle sur le capital de l'emprunteur :

C'est pour cette raison que les banques principales détiennent souvent des actions sur l'emprunteur, ou des droits d'exercice actionnarial de type optionnels. C'est à la fois un levier juridique sur les dirigeants les plus rétifs aux restructurations réelles et sur les autres actionnaires pour éventuellement changer les dirigeants, et une incitation pour que la banque principale se projette sur le long terme, donc focalise son attention sur les *cash-flows* de l'entreprise et non sur la valeur des dettes. On notera cependant :

- a. Que ce mécanisme incitatif ne vaut que si la valeur boursière des actions détenues est fondée uniquement sur les anticipations de *cash-flows* réels de l'emprunteur, et non sur des dynamiques financières autonomes fondées sur la liquidité.
- b. Qu'il ne faut pas assimiler cette capacité d'intervention de la banque principale à une coopération pacifique entre elle et l'emprunteur. Souvent, les premières ont maintenu en place les dirigeants mais ont installé leurs propres agents en parallèle, aux postes stratégiques du redressement. La littérature montre que dans ces cas, souvent, ces agents et les salariés de l'entreprise se livraient à une guerre de tranchées avec un effet pervers : la déresponsabilisation des dirigeants, la banque étant aux commandes³²⁰.

(2) Le contrôle de la rente informationnelle et la rentabilité de la banque principale

La faible concurrence sur l'offre de financement permet à la banque principale qui effectue le *monitoring* de capter les bénéfices de la rente informationnelle et d'en contrôler la répartition entre elle et les créanciers secondaires, sans que ces derniers se comportent en passagers clandestins. L'emprunteur est contraint de rester dans une relation de long terme quand la conjoncture est plus florissante, de sorte que dans la crise, la banque principale est incitée à concevoir un plan d'aide passant, pour elle, par des sacrifices à court terme. La rente informationnelle est redistribuée entre les créanciers, mais la banque principale reçoit une rémunération supérieure en contrepartie de sa mission de *monitoring*. Cela passe souvent –mais pas systématiquement– par une part prépondérante dans la dette de l'emprunteur –pour diluer les charges fixes de contrôle dans un maximum de volumes d'intérêts–, plus systématiquement, par le recours prioritaire à la banque principale pour tous les services financiers connexes et

³²⁰ Voir notamment, Hall & Weinstein [1990, 1995].

surtout, pour les activités de règlement et le financement de trésorerie, activités à la fois rémunératrices et livrant de l'information sur l'état financier de l'emprunteur. Enfin, il est important de relever que les bénéfices tirés des portefeuilles d'actions détenus dans le cadre de la relation financière, en théorie, ne servent pas à soutenir la rentabilité bancaire et les dividendes, mais à améliorer en amont la gestion du risque de crédit, la rentabilité du crédit nette des provisions. La distinction est importante car dans le système de banque principale, les gains en capital sont essentiellement latent et ne servent qu'à constituer une base de fonds propres pour développer l'offre de crédit.

(3) L'expertise réelle

Quant à l'expertise réelle, il faut sortir du mythe de la banque japonaise '*qui sait tout faire*' : un banquier sait organiser un bilan et rééquilibrer un plan financier, mais il n'a pas d'expertise en management, dans le marketing ou la production. La plupart du temps, cette efficacité de la relation bancaire est obtenue par la coopération d'un tiers, le *keiretsu* ou d'autres entreprises proches de la banque et de l'emprunteur en difficulté, capables de formuler un diagnostic et une stratégie de redéploiement et, éventuellement, de participer à un plan de reprise d'actifs ou de reconstitution de la structure actionnariale. La richesse de la relation à l'engagement dépend donc beaucoup de l'insertion de la banque dans un ensemble économique diversifié. Quand cet appui n'existe plus, il est impératif que la banque principale intervienne assez tôt sur l'emprunteur pour rééquilibrer les comptes financiers, avant que l'exploitation se dégrade trop. Elle doit donc durcir sa règle de paiement. Dans le cas contraire, les dirigeants deviennent vite très réticents à coopérer, souvent parce que leur siège est en jeu, et le seul moyen de pression est la mise en faillite légale.

● De cette présentation d'ensemble, que dire du **comportement des revenus bancaires** ?

(1) L'offre bancaire est contra-cyclique. Comme la rentabilité globale et la solvabilité bancaire évoluent dans le sens de la conjoncture, la capacité des banques à exercer ce rôle tampon sans pénaliser leurs actionnaires dépend de la souplesse du cadre prudentiel à deux niveaux :

(i) au niveau de la norme de solvabilité officielle ;

(ii) au niveau des règles de provisionnement, c'est-à-dire de classification des crédits : si elles imposent la reconnaissance de pertes en attendant un éventuel redressement sous contrôle de la banque principale, ces pertes 'provisoires' affectent les bénéfices nets des banques et donc pénalisent les actionnaires des banques : le mode de résolution des défauts étant informel, le mode d'incitation qui encadre l'offre bancaire ne repose pas sur

un mécanisme classique de reconnaissance du risque associé à une ponction dans les fonds propres, mais sur la cohérence interne du système de banque principale.

- (2) Il n'y a pas d'articulation possible dans la rémunération des différents métiers de la banque, entre le crédit et les services de banque d'affaire et d'investissement : ils forment un tout indissociable qui est la rémunération de la relation de crédit, ce qui implique que les revenus bancaires s'appuient uniquement sur les produits financiers –revenus d'intérêts– et que les produits non-financiers du type commissions, etc. sont structurellement faibles.
- (3) Le produit financier est caractérisé par un risque du crédit peu facturé car (i) fortement maîtrisé, où (ii) les coûts de productions sont dilués dans des encours de dette importants et où (iii) une concurrence sur les passifs bancaires, très faible, compense la prise de risque de la banque sur le court terme et renforce la capacité d'endettement des entreprises. Il s'ensuit que la gestion de la rentabilité bancaire passe par la marge globale d'intérêt (crédits - dépôts) et non par la gestion et la facturation séparée du crédit, des dépôts et des services financiers.

● Quelles **conséquences en terme de capitalisation des banques** ?

La capacité de maîtriser les relations de crédit et les risques sur un horizon éloigné et les niveaux d'endettement bancaire importants, expliquent que la contrepartie des faibles marges appliquées au crédit est une faible capitalisation bancaire. Mais le risque moral sur l'offre bancaire de cette faible capitalisation est lui-même évité par la stabilité des relations de crédit, assurée par la faible concurrence dans les activités bancaires. En asseyant la franchise bancaire sur des rentes assurées par la réglementation, l'environnement protectionniste remplace la norme de solvabilité pour maintenir les actionnaires bancaires dans un horizon de long terme.

Parallèlement, le poids des plus-values latentes sur actions des emprunteurs-clients dans la composition des fonds propres implique que les niveaux de solvabilité des banques et de leurs clients sont complètement solidarisés. La qualité de l'offre de crédit, dans cet environnement, est renforcée par le fait que les actionnaires des banques sont aussi leurs principaux clients ou des institutions financières travaillant sur un horizon temporel très éloigné –les assurances-vie–. Tant que les valorisations boursières ne répondent pas à des mouvements spéculatifs, c'est-à-dire ne sont pas trop liquides, le canal des détentions croisées de capital peut fonctionner. Enfin, la faible capitalisation boursière des banques mais leur forte *solvabilité latente* (franchise bancaire) implique que pour éviter les menaces d'OPA, donc pour ancrer les actionnaires dans une logique de développement sur un horizon aussi long que les relations de crédit, (i) les structures actionnariales des banques doivent être solides et stables et (ii) les marchés financiers permettant ces opérations d'acquisition sont peu développés³²¹.

³²¹ Voir section 5.5. plus bas pour les conséquences en terme de structures de gouvernance.

Conclusion : le système de banque principale : *le mythe et la réalité*

● Il n'est pas question ici d'étudier comment s'emboîtent rationnellement ces intérêts croisés. On peut se référer pour cela à une littérature abondante sur le système de banque principale, comme méthode de résolution rationnelle, par des contrats implicites, des problèmes d'agence classiques de la relation de crédit³²². La littérature inspirée de Coase sur l'organisation de la firme japonaise et américaine (*J firm & A firm*) et sur l'organisation du marché du travail qui en découle est le prolongement de celle sur le modèle bancaire³²³. Elles montrent que ces modèles tirent leur efficacité de leur imbrication l'un dans l'autre et de ce que cette cohérence globale ne peut être assurée que si elle est chapeauté par des décideurs publics aux pouvoirs discrétionnaires, le tout formant ce qu'on a désigné par le terme journalistique de colonne vertébrale du *modèle économique japonais*. On a pu vérifier cela dans le cas de l'organisation du PDR et de la faillite bancaire avant 1998. Quand l'un de ces trois éléments constitutifs est modifié, le système perd sa cohérence.

● En reprenant telles quelles les conclusions des modèles de base des principaux théoriciens du SBP sans s'intéresser à leurs hypothèses, la littérature a parfois versé dans le *culturalisme*, assimilant les solidarités nouées dans le cadre de la relation bancaire comme dans le marché du travail à un haut niveau de conscience collective des japonais, au lieu de les interpréter comme le *reflet d'un cadre institutionnel*. Hall & Weinstein [2000] et Miwa & Ramseyer [2003] étudient le comportement des banques dans différents cas de gros défauts avant la déréglementation financière de la seconde moitié des années quatre-vingt³²⁴. Ils montrent le souci de préservation de l'entreprise en difficulté par une restructuration en interne d'une part, et que la capacité des banques à se saisir des directions d'entreprises et à mener à bien leur redressement d'autre part, relèvent beaucoup du fantasme. Dans de nombreux cas, les banques ont poussé à la liquidation des clients ayant une réelle capacité de redressement. Quand ils ne l'ont pas fait, c'est que la restructuration réelle était appuyée par d'autres entreprises. L'efficacité de la banque principale comme contrôleur ne peut se comprendre que dans le cadre global de l'organisation capitaliste

³²² On peut se référer à Sheard [1989] et Sheard [1994] pour une modélisation typique de la résolution des problèmes d'agence sous un système de banque principale, ainsi qu'à l'ouvrage suivant consacré à ce thème : Aoki & Patrick (eds) [1994], et en particulier aux articles de Aoki, Patrick & Sheard [1994] et de Ramseyer [1994] qu'il contient, ainsi que Aoki [1988]. En français, l'ouvrage de Geoffron & Rubinstein [1996] contient une présentation du système de banque principale et propose des pistes pour expliquer son déclin. Plus en amont, mais dans le même esprit que Aoki, on peut se référer à l'article théorique de Bulow & Shoven [1978] sur la supériorité de la banque à l'engagement pendant les crises... en l'absence de marchés financiers.

³²³ Cf. les publications de référence d'Aoki [1988] et [1990]. On peut également voir Nakatani [1984] dans la même ligne théorique d'Aoki 'à la Coase', ainsi que Okazaki [1996] et Takafusa [1994] pour une économie politique de l'organisation capitaliste au Japon. Berglof & Perotti [1984], Flath [1996] et *Gilson & Roe [1993]* pour une explication de l'organisation des *keiretsu* et de la place des banques, et les éditions régulières de Dodwell Marketing Consultants intitulées : *Industrial Grouping in Japan : The Anatomy of the Keiretsu*, pour une présentation complète des structures financières des groupes japonais. Enfin, Fukuda & Hirota [1996] pour les relations entre le système de banque principale et les groupes industriels.

³²⁴ On peut également se référer à Milhaupt & Miller [1997] et Andreson & Campbell [2000] pour une présentation très critique du modèle de *monitoring* du système de banque principale.

japonaise. Dès lors que ces groupes acquièrent une indépendance financière par rapport à leurs banques, comme c'est le cas avec la déréglementation, celles-ci perdent une grande partie de ce qui constituait leur valeur ajoutée, en tant que lieu de coordination pour le redressement d'une entreprise du groupe. Enfin, ces études montrent que dans la plupart des cas de tentatives de redressement, l'arrivée des représentants des banques est vue comme une armée d'occupation qu'il faut neutraliser. La coordination pacifique dont parle la littérature sur le *modèle japonais* n'existe pas. Cela, ajouté à une surestimation, dans les modèles théoriques, de l'expertise sur les entreprises acquise par les banques, suggère que ***le système de banque principale cohérent de la théorie n'a probablement jamais été qu'un mythe***³²⁵.

Ce mythe résulte en premier lieu de ce que l'organisation des banques et des entreprises japonaises n'a jamais été, ni le produit de la loi, ni l'épanouissement d'une supposée conscience collective des japonais. Elle est, plus prosaïquement, une réponse en partie spontanée, en partie guidée par la puissance publique, à un cadre multipliant les interdictions et construit pour asseoir l'interventionnisme discrétionnaire de cette dernière. C'est ce que l'on explique au début du chapitre suivant, pour montrer comment des usages informels peuvent se développer sans source de droit écrit. La négociation *à l'ombre de la banque sans l'ombre de la loi*, est aussi ce qui fait la fragilité du SBP, notamment par rapport au modèle germanique de la banque à l'engagement, beaucoup plus formel. La question est : que se passe-t-il quand ces interdits sont levés partiellement, sans que la puissance publique change de modèle d'intervention ?

3.2.2. La perte de cohérence du modèle suite à la déréglementation financière

- Dans sa version classique, le SBP maîtrisait le défaut parce que la banque principale était à la fois fournisseur de prêts à court terme et créancier prioritaire au sein des nantissements partagés. Avec la libéralisation financière, la capacité de gestion des asymétries informationnelles des banques s'étiole. Pour compenser la perte de la rente informationnelle sur laquelle la résolution informelle centralisée des défauts repose, elles répondent au durcissement de la concurrence sur le crédit en accroissant leurs participations au capital des entreprises et en développant le nantissement. Ces deux leviers sont ceux par lesquels les anticipations des marchés s'expriment de la manière la plus exacerbée, et à la fois les plus emblématiques du SBP et pour lesquels les usages auxquels ils correspondent dans ce modèle sont les plus opposés au mode de répartition des pertes défini par le droit des contrats. Autrement dit, pour ne pas disparaître, le SBP va se fondre dans l'ambiguïté. Celle-ci s'étend sans être remise en cause quand les prix d'actifs montent, mais doit être levée quand ils descendent.

³²⁵ Cette interprétation est validée par le croisement des études empiriques : si d'un côté, celles-ci montrent qu'une relation de banque principale stabilise les profits et l'investissement des entreprises (Hoshi & alii [1990], [1991]), mais qu'en même temps, on ne parvient pas à faire émerger un lien positif entre les entreprises engagées dans ce type de relation et les performances en terme de développement et niveau des profits, il est au mieux non-significatif, sinon négatif (Nakatani [1984], Weinstein & Yafeh [1998]). Hall & Weinstein [2000] indiquent qu'il ne semble pas exister de relation significative entre l'adhésion à une relation de banque principale pour une entreprise, le niveau de la prime de risque qu'elle paie sur ses émissions de marché et le risque de défaut. Surtout, ces auteurs trouvent que les firmes ne participant pas à une relation de banque principale –définie au sens de la théorie par la concentration des créances– ne sont pas moins soutenues par leurs banques en cas de difficulté que celle y participant. C'est à la fois la preuve d'une perte d'influence et d'un aléa moral potentiel, du moins, dès le tout début des années quatre-vingt.

- Les systèmes bancaires ont tous subi le désendettement des entreprises, suite au resserrement monétaire provoqué par les chocs pétroliers des années soixante-dix et la déréglementation financière, intervenue un peu plus tard. Ces deux chocs affaiblissent la position de la banque dans la relation de crédit parce que (1) le désendettement réduit les volumes de financement et donc la franchise bancaire. La libéralisation financière réduit encore cette franchise bancaire non seulement en (2) introduisant une concurrence dans les activités de financement et de placement, mais en plus (3) en rendant cette concurrence insoutenable pour les banques : la rente informationnelle des banques principales est captée par les sources alternatives de financement, qui interviennent dans la relation de crédit comme passagers clandestins et en détruisent la cohérence d'ensemble. En accroissant la liquidité des marchés financiers, la libéralisation financière (4) dérègle la cohérence du modèle actionnarial bancaire et de la relation de banque principale, quand celle-ci fait participer la banque au capital de l'emprunteur : la solidarisation de la solvabilité bancaire avec celle de l'emprunteur (à travers les plus-values latentes) ne repose plus seulement sur la rentabilité de l'emprunteur mais est soumise aux dynamiques autonomes des prix d'actifs. (5) Enfin, l'incitation des créanciers secondaires à surveiller la banque principale à travers le mécanisme des garanties partagées est désactivée quand les actifs immobiliers enregistrent une longue période de forte hausse.

- Ces dérèglements produisent à la fois une baisse sensible et durable des marges bancaires sur les activités de base, une sensibilité croissante aux prix des actifs boursiers et immobiliers et une perte de cohérence du modèle relationnel servant à réduire les asymétries informationnelles. Les graphiques rassemblés dans l'annexe 14 en illustrent les conséquences visibles sur l'offre bancaire dans les années quatre-vingt. On constate un effondrement des encours de financement aux grandes entreprises des secteurs ouverts à la concurrence internationale. Il s'agit d'un choc asymétrique sur le système bancaire, puisque les grands établissements sont les plus touchés. La concurrence accrue sur l'offre de crédit aux PME reporte dans un second temps le choc initial sur les établissements régionaux, produisant alors un effondrement général des conditions d'accès au financement bancaire. La taille moyenne des prêts réduit les capacités de maîtrise des risques en l'absence de modèles standards d'évaluation. Pour répondre à cela, les banques développent à la fois les crédits longs, nantis ou co-contractés avec des banques partenaires, et les crédits à court terme. C'est à cette époque que les entreprises gonflent leurs dettes commerciales et leurs réescomptes auprès des banques. La concurrence sur le marché du financement est telle que ces lignes sont en réalité systématiquement renouvelées, participant dès lors d'un système non-dit de financement à moyen terme. Ce renouvellement devient ainsi l'un des termes du contrat implicite liant la banque principale et son client. Or, suivant les règles de gestion prudentielle en place, la sécurité apportée par le crédit à court terme permet de réduire la couverture demandée et d'accroître en conséquence le volume des prêts. Grignon [1996] conclut alors justement que la

sécurité apportée par le crédit à court terme est finalement un moyen pour les banques de contourner leur propre contrôle interne. Plus : les banques utilisent les facilités de réescompte et le découvert comme substituts aux prêts classiques pour constituer rapidement des relations de crédit avec cette nouvelle clientèle et tenter de la fidéliser. Conséquence de ces choix : dans la plupart des cas de prêts sans aucune garantie ni contrôle. Les bénéficiaires peuvent détourner la destination prévue initialement au moment du contrat de prêt sans que la banque s'en aperçoive. Le contrôle *ex-post* exercé dans le cadre de l'octroi d'un crédit classique devient impossible dans les opérations de prêt à découvert, ce qui rend plus que bancal le contrat implicite en introduisant de l'aléa moral. Parallèlement, les banques cherchent de nouveaux débouchés et se ruent sur les nouveaux secteurs en plein développement, la finance et l'immobilier, accroissant elles-mêmes considérablement leurs portefeuilles de titres pour bénéficier de la bulle. C'est la stratégie de l'option réelle que les banques développent pour compenser la chute des marges, associant à un crédit une rentabilité faible *ex-ante*, mais assurée *ex-post* grâce à la valorisation d'un actif patrimonial acquis sur l'emprunteur –une part de ses actions– et/ou pris en garantie. Ainsi, le PNB des banques est uniquement soutenu par le gonflement des plus-values réalisées et latentes sur les portefeuilles d'actions. Dans ce dernier cas, pour compenser la chute des marges sur le crédit, elles récupèrent leur franchise en participant au capital d'entreprises. Ces acquisitions ne correspondent plus à une activité de financement unifiée, mais à une simple activité de portefeuille cherchant à bénéficier des mouvements de marché³²⁶. Les banques accroissent leur offre de crédit sur garanties immobilières aux PME –il est facile de s'endetter pour acheter un actif immobilier et la montée de ces prix rend les conditions d'emprunts très intéressantes– et aux grandes entreprises. Dans ce dernier cas, il y a aussi et surtout perversion du modèle de relation de crédit puisque les collatéraux ne servent plus à solidariser les créanciers autour de la banque principale, mais à réduire les coûts de *monitoring* de cette dernière. Le risque de défaut n'est donc plus maîtrisé *ex-ante* et devient possible. Et si le cadre prudentiel la contraint à traiter ce défaut, la banque principale va alors avoir intérêt à se replier sur le droit des contrats au moment où les autres créanciers vont tester ses solidarités. La baisse des activités de *monitoring* est visible à la fois directement dans la composition du crédit –développement du nantissement immobilier et de la dette à très court terme– et indirectement, dans les coûts de fonctionnement des banques (cf. graphiques en annexe 14) : les encours octroyés par agence et par salarié gonflent vite, ce qui n'est pas possible en théorie dans un système de banque à l'engagement, où le type de *monitoring*, non-systématique, impose une corrélation entre ceux-ci et les encours de crédit.

³²⁶ On a vu en effet qu'en théorie, la participation des banques au capital doit s'accompagner d'une part prépondérante de celles-ci dans la dette de l'entreprise, et non d'un éparpillement. Cette part croît dans les périodes de crise et diminue pendant les périodes de croissance. Enfin, elle doit permettre aux banques d'asseoir une sorte de monopole sur l'offre de financement, permettant de maintenir des taux élevés, ce qui est l'inverse des observations pour le Japon. Weistein & Yafeh [1998] montrent l'absence de relation empirique entre le niveau des participations au capital, le coût des crédits et le degré de dispersion de la dette, validant l'hypothèse que le poids croissant des actions dans les revenus bancaires est fondé sur une stratégie de portefeuille indépendante de l'activité de crédit.

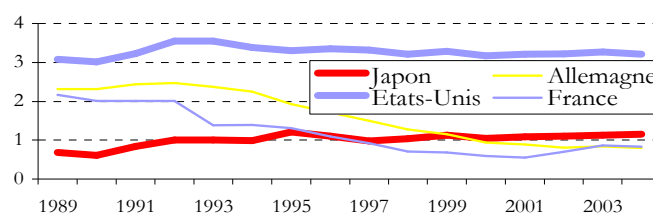
- Quand la bulle éclate, les banques ne savent plus à qui elles prêtent, mais se cramponnent en une foi en la montée des prix d'actifs et en leur capacité à réagir vite sur leurs engagements courts. Le développement de la dette courte et des nantissements, et l'introduction des nouvelles classes de créanciers sont trois facteurs qui vont détruire les capacités de négociation des banques. Les engagements immobiliers directs et indirects des banques sont très importants et, retenons-le, le recours intensif au nantissement ne concerne pas seulement les PME mais aussi les gros emprunteurs. Enfin, la marge qui correspond aux produits financiers s'est écrasée alors qu'elle est censée s'épaissir dans les périodes de croissance. Ils sont compensés par les gains dégagés sur actions et les plus-values latentes en fonds propres (cf. Graphique 53). Du côté des entreprises, l'endettement moyen est très élevé dans tous les secteurs. L'orgie d'investissement réel et de diversification a concerné les secteurs en développement –immobilier, loisir, finance– mais aussi les secteurs traditionnels, le secteur manufacturier et celui des services.

3.3. Les conséquences du maintien du modèle bancaire antérieur

- A quelle condition l'ambiguïté du SBP est-elle levée ? Quand le défaut de l'emprunteur, en imposant sa résolution, révèle le défaut de coordination. Dans ce cas, l'un des participants choisit la solution de faillite, à laquelle il a intérêt, et ce faisant dénonce les usages bancaires antérieurs. Mais l'ambiguïté des droits associés à ces usages peut être maintenue si la norme de solvabilité bancaire est relâchée. C'est le cas au Japon. Ce seul argument, qui consiste à donner aux banques un horizon d'anticipation court, suffit pour expliquer leur absence de réflexion sur la viabilité de leur modèle d'exploitation. On s'intéresse à présent aux effets de sa conservation sur les pratiques de crédit au cours de la crise. On observe d'abord la manière dont la formation du revenu agrégé des banques évolue (3.3.1.). Les établissements continuent d'être dirigés suivant le modèle de gestion traditionnel axé sur la marge globale, ce qui suggère que (i) si les banques ne parviennent pas à développer d'autres sources de revenus que les marges d'intérêt, c'est en partie au moins parce qu'elles demeurent dans un modèle de relation de crédit à l'engagement et dans ces conditions, (ii) la rentabilité bancaire va rester très faible à moyen terme, affectant la viabilité des avoirs fiscaux accumulés. Dans un second temps, on analyse plus précisément les données de crédit des banques (3.3.2.). Il s'agit de voir si l'on peut détecter un changement sur la qualité du traitement des créances douteuses, sur la tarification du risque en général quant au recours aux collatéraux. Des progrès nets ont été accomplis sur le premier plan récemment, mais pas sur les deux autres. Le redressement bancaire opéré depuis 2004 semble donc très fragile.

3.3.1. La marge globale comme norme de rendement

Graphique 65 – Japon : Produit financier net (% actifs – grandes banques cciales)



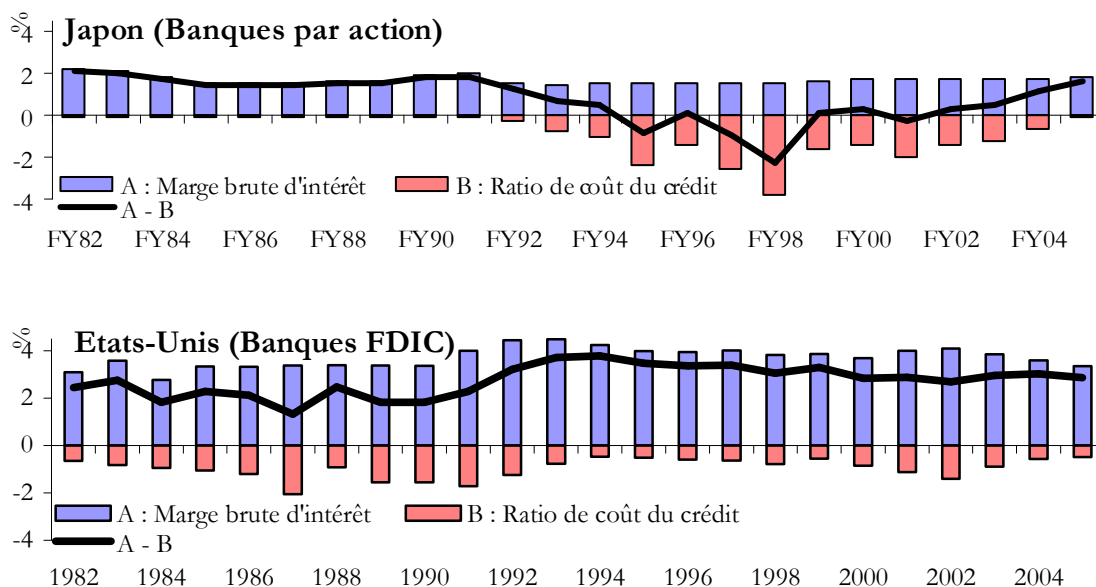
Nota : Produit financier net = marges nettes d'intérêt ; Sources : Banque du Japon, Federal Deposit Insurance Corp (US) et OCDE : Rentabilité des banques.

● Les graphiques de cette section illustrent l'absence totale de réactivité des banques japonaises à la crise de leur modèle bancaire. Elles se comportent encore exactement comme par le passé. Le Graphique 65 suggère que les banques continuent de suivre une stratégie générale focalisée sur la stabilité de la marge nette d'intérêt : conformément aux principes du modèle de la banque principale, cette marge est toujours très faible et manifestement, les banques ne cherchent pas à la relever. La vague de déréglementation des années quatre-vingt s'est achevée juste après l'éclatement de la bulle, par la libéralisation des taux sur les dépôts à vue, ce qui a conduit les banques à compenser la nouvelle pression sur leurs passifs par un renchérissement du coût du crédit, mais manifestement, dans le seul but de stabiliser la marge globale, et non de la relever. Les actionnaires bancaires n'envisagent donc pas de pertes assez importantes pour impliquer des recapitalisations. Cette stabilité de la marge globale implique aussi que les banques ajustent les taux offerts aux contraintes de l'environnement monétaire, mais pas à la dégradation générale de la qualité des risques puisque dans le cas contraire, elle devrait accroître ses marges d'intérêt sur les crédits³²⁷. Le Graphique 66 confirme cela : malgré la perte d'efficacité du système de banque principale, la tarification du crédit –sa rentabilité brute– continue d'être fixée sous-contrainte de la cible de marge globale de sorte qu'elle est maintenue à un niveau extrêmement faible et n'est pas sensible à l'accroissement des provisions. Non seulement, les profits courants sont très insuffisants pour absorber les pertes exceptionnelles dues à l'éclatement de la bulle, mais en plus, la conservation d'un modèle de relation de crédit qui a perdu sa cohérence implique qu'il génère davantage de pertes qu'auparavant par unité de crédit octroyée³²⁸, de sorte que si la tarification moyenne ne s'ajuste pas à l'accroissement des besoins de provisions générales, cela signifie (1) que **les banques vont continuer d'accumuler des pertes** sous forme d'avoirs fiscaux qu'elles ne pourront pas justifier par des profits futurs, et (2) qu'**elles vont lentement mais longtemps réduire leurs actifs** –i.e. rationner le crédit– à mesure que ces avoirs s'évaporeront–, pour soutenir leur solvabilité malgré la sous-tarification du crédit.

³²⁷ Le dénominateur utilisé dans le Graphique 65, l'actif, peut être critiqué dans la mesure où il n'est plus représentatif de l'activité des banques. Néanmoins, cette remarque vaut pour les plus ouvertes sur les marchés financiers, notamment celles actives sur les marchés de la titrisation. C'est le cas des banques américaines, mais pas de leurs consœurs japonaises. Cet indicateur introduit donc un biais, mais qui ne modifie en rien nos conclusions. Avec des ratios de fonds propres plus élevés et bien mieux composés (moins d'avoirs fiscaux, de TDS et d'ADP), les banques américaines dégagent toujours une rentabilité nette sur fonds propres à la fois la plus élevée et la plus stable.

³²⁸ La baisse du coût du crédit aux niveaux d'avant-crise, en septembre 2005, observée dans le premier graphique, résulte d'une opération exceptionnelle : la démobilité massive de provisions exceptionnelles suite à une réévaluation statistique à la baisse du coût de traitement des pertes. Elle concerne principalement la réévaluation à la hausse de la valeur prudentielle des collatéraux attachés aux prêts non-performants, compte tenu du redressement de leur valeur liquidative depuis FY2002 (cf. graphique en annexe n°19), à la faveur de la stabilisation du marché immobilier et de la réforme des procédures de saisine et liquidation (cf. Encadré 24).

Graphique 66 & 67 – Marges d'intérêt –banques japonaises et américaines–



Nota : marge brute d'intérêt = revenus d'intérêt sur crédit – charges d'intérêt sur passifs bancaires, ratio de coût du crédit = coût du crédit (provisions réalisées) / encours total de crédit ; pour les résultats FY2005 : prévisions JBA sur la base de sept. 2005

Ces graphiques illustrent de manière explicite l'effet direct du risque moral produit par la protection accordée par la politique bancaire aux actionnaires des établissements de crédit. Ceux-ci n'étant pas inquiétés, ils n'ont pas d'incitation à remettre en question des méthodes de management de la banque, i.e. passer d'un objectif de marge globale faible mais stable autour duquel s'articule l'offre bancaire dans ses différents métiers, à des objectifs de rendement du capital par métier, où la marge globale devient davantage une résultante. La résistance du modèle général de gestion des banques au changement trouve nécessairement son équivalence dans des pratiques microbancaires qui, elles non plus, n'ont pas été remises en question depuis les années de la bulle. On voit dans la section suivante qu'elles reproduisent les deux comportements caractéristiques de cette époque : (i) la conception de la relation de crédit dans un schéma de banque principale, malgré sa cohérence perdue –ce qui implique la multiplication des opérations de sauvetage en temps de crise, l'*ever-greening*– ; (ii) le recours intensif aux collatéraux, pour les petits emprunteurs et pour asseoir les relations de banque principale –ce qui perpétue les opérations de sauvetage et organise en même temps le rationnement du crédit sur un principe patrimonial et non fonction de la qualité des investissements. Les conséquences d'une offre bancaire si peu efficace, au niveau agrégé de chaque établissement, sont une tarification du crédit, maintenue à un bas niveau pour protéger les emprunteurs fragiles ou attirer ceux pourvus de nantisements et, comme il faut s'y attendre, insensible aux fluctuations des provisions sur pertes exceptionnelles.

- L'objectif de la tutelle à partir de 2003 est précisément de casser la structure de gouvernance antérieure pour casser ces pratiques de management traditionnelles et pour pousser en amont les banques à rendre la tarification du crédit sensible aux mouvements des provisionnements,

comme c'est le cas pour les banques américaines. On établit ici un bref parallèle entre la situation des établissements japonais et celle de leurs consœurs américaines. Celles-ci sont en effet celles qui dégagent les performances les plus élevées et les plus stables au niveau international, en terme de rentabilité sur actif et sur fonds propres, celles dont les ratios de solvabilité sont les plus solides et élevés, et celles dont l'ouverture sur les marchés est la plus grande. L'ensemble suggère que c'est le système bancaire dont le modèle de relation de crédit est le plus en adéquation avec la finance de marché et donc, celui vers lequel les établissements japonais doivent évoluer. On revient plus bas sur les explications que l'on peut donner à ce jugement. Disons pour l'heure, que ce modèle consiste en une dissociation des différentes activités de la banque, chacune devant justifier d'une rentabilité propre stable, dans le but d'intégrer la prime de liquidité sur les marchés financiers et de valoriser au maximum la spécificité bancaire. Pour les activités de crédit, ce modèle doit s'exprimer par une forte réactivité des marges et provisions sur les crédits, et par la stabilité de la marge nette : exactement le contraire de ce que l'on observe au Japon. Aujourd'hui, la rentabilité brute du crédit au Japon est deux fois plus faible qu'aux Etats-Unis, inerte, alors qu'elle doit absorber des provisions exceptionnelles très supérieures. Comme le coût de réduction des asymétries informationnelles dans le modèle de banque principale s'est accru, et comme ce modèle n'est pas encore remplacé, ces provisions ne devraient jamais retrouver le niveau quasiment nul d'avant la crise. La rentabilité nette du crédit s'est donc structurellement détériorée. Et si, du fait des pertes exceptionnelles issues de la bulle, cette rentabilité nette est trois à quatre fois plus faible qu'aux Etats-Unis, leur absorption ne devrait pas assurer une remontée substantielle de cette rentabilité, capable d'avoisiner le niveau atteint par celle des banques américaines. Comme pour la restaurer, il est impossible d'accroître le coût imposé aux emprunteurs engagés dans une relation de banque principale, il reste deux solutions, elles-mêmes plus complémentaires que substituables : changer l'approche du crédit pour accroître la rentabilité structurelle des banques et en entérinant de cette manière les conséquences de la libéralisation financière, engager une politique volontaire de réduction d'actifs. Les actionnaires ne seront incités à s'y engager et donc à relever substantiellement les marges globales que si la politique prudentielle leur impose d'assumer à court terme toutes leurs pertes, par des recapitalisations massives et un rationnement du crédit plus intense encore. Dans le cas contraire, la réduction des actifs, inéluctable puisque la norme de solvabilité est durcie progressivement, sera rampante et longue puisque la source de la très faible efficacité de l'offre n'aura pas été tarie.

3.3.2. Les pratiques micro de gestion du risque : entre *ever-greening* et approche patrimoniale du rationnement

- On s'intéresse ici à la manière dont évoluent les deux pratiques de crédit des banques au cours des années de crise, l'*ever-greening* et le nantissement. En persistant, ces deux pratiques, qui dans le SBP, correspondent à une règle de paiement souple et à une méthode de solidarisation des créanciers, sont sources d'une grande inefficience dans l'allocation des ressources bancaires, l'*offre de crédit duale* décrite

dans le chapitre sur la macroéconomie. Elles nourrissent, dans le premier cas, la concurrence destructrice et dans le second, un rationnement du crédit, dans la mesure où maintenues dans un horizon de court terme par l'aléa moral, les banques ne révisent pas leur modèle d'évaluation des risques d'investissement –l'ancien étant devenu trop coûteux depuis la libéralisation–, mais se bornent à une approche patrimoniale du risque. On montre ici une évolution sensible dans les pratiques dilatoires des banques au rythme du resserrement du cadre prudentiel : la cavalerie financière jusque 1998, les annulations de dette qui atteignent un pic entre 1998 et 2001 et disparaissent presque ensuite, et les restructurations de taux et de termes, privilégiées et plus intenses dans la période récente, mais dont il est difficile d'évaluer la qualité au niveau agrégé des portefeuilles. Les pratiques dilatoires semblent donc diminuer en intensité, mais comme l'approche générale de la relation de crédit n'a semble-t-il pas changé – nantissement et sous-tarification générale des risques –, et comme la gestion des banques par la marge globale demeure la référence (voir ci-dessus), on doute de la qualité des restructurations réelles qu'elles ont négocié avec les emprunteurs défaillants dans la période récente.

- On distingue en premier lieu *le mode de réaction des banques à l'accroissement du risque de défaut*. Ces sauvetages, défaillants sur le plan des mécanismes coercitifs, sont communément désignés sous le terme d'*ever-greening* pour montrer que les restructurations de dette ou les renégociations de taux d'intérêt permettant le surclassement des crédits sont souvent, soit injustifiées, soient insuffisamment associées à des restructurations réelles permettant de tarir la source des pertes de l'emprunteur, de sorte que les plans de sauvetage se répètent constamment. Pour une revue générale de la littérature sur ces pratiques, on peut se référer à Sekine, Kobayashi & Saita [2003]. Parmi les études les plus récentes, Hoshi [2000] et Sakuragawa [2002 – chap. V] mettent en évidence à travers la perte de corrélation entre les prix de l'immobilier et les prêts à ce secteur pendant la crise, le recours croissant à la *cavalerie financière* pour reporter dans le temps la reconnaissance des pertes sur les dettes contractées par les promoteurs. Dans le même ordre d'idée, Fukao [2000] calcule pour chaque secteur le montant moyen des prêts consentis par entreprise. Il trouve que dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix, c'est dans les secteurs les plus touchés par l'éclatement de la bulle (BTP, immobilier et non-banques) que ce montant augmente le plus vite. En recourant chacun à des méthodes différentes, Hosono & Sakuragawa [2003] et Sekine & alii [2003]³²⁹ complètent ces résultats en montrant que ces pratiques de cavalerie financière sont d'une part générales, d'autre part particulièrement visibles quand elles concernent les banques les moins capitalisées. Ces prêts ne peuvent pas être considérés comme un volet financier de plans de restructuration parce que cette déconnexion est durable, générale et que les dettes nouvelles accumulées sont principalement à court terme, au lieu de permettre un allongement de l'horizon d'anticipation de l'emprunteur³³⁰.

³²⁹ Les premiers établissent une corrélation positive entre les encours de prêts à ces trois secteurs et la solvabilité des banques, calculée comme le ratio de leur capitalisation boursière à la somme de cette capitalisation et de la valeur comptable des dettes. Ce ratio permet de mettre en évidence un effet de levier. Toutefois, l'approche est contestable dans la mesure où les cours des actions bancaires sont gonflés par le relâchement de la norme de solvabilité. La méthode employée par les seconds est plus intéressante car elle est fondée sur une estimation de la fonction d'offre bancaire établie à partir de données individuelles d'emprunteurs. Le risque moral est révélé par la relation rompue entre leur rythme d'accumulation de la dette et le ratio dette/actifs des emprunteurs.

³³⁰ Le raccourcissement observé au plan agrégé des termes des prêts octroyés pendant la crise est la conséquence de ces pratiques de cavalerie financière, ainsi que d'un dysfonctionnement des activités d'escompte et d'un risque moral

Le risque moral produit par la règle de faillite relâchée s'est donc exercé. Enfin, Peek & Rosengreen, [2003a et b] fournissent une étude assez complète sur les dysfonctionnements dans l'allocation des crédits au niveau agrégé des portefeuilles bancaires. D'une part, ils montrent que les banques les plus fragiles sont aussi celles dont l'offre de crédit est la plus dynamique sur 1993-99. D'autre part, ils montrent que pour ces banques fragiles, les crédits octroyés augmentent avec le déclin de la rentabilité de l'emprunteur, surtout quand elles sont banques principales. Ces comportements instables ne sont pas détectés pour les banques non-liées à un *keiretsu* ou à un groupe industriel identifié, donc où le mécanisme de banque principale est moins utilisé.

Le puzzle décrit dans la section précédente est donc ici reconstitué : les pratiques de cavalerie financière ne concernent pas que les secteurs les plus fragiles, mais l'ensemble du portefeuille des banques, et le problème de dysfonctionnement dans l'offre de crédit est lié à l'ancrage plus ou moins fort des pratiques des établissements dans un système de banque principale. Ceci nous amène à traiter des autres aspects du risque moral sur l'offre de crédit.

- La cavalerie financière est en effet la forme la plus visible des pratiques bancaires relâchées et la plus facile à dénoncer. Surtout utilisée pour les grands emprunteurs en raison de leur forte capacité de négociation, les banques y ont abondamment recouru jusqu'en 1998, puis ont dû l'abandonner avec l'intensification des inspections bancaires, précisément ciblées sur les gros crédits. D'autres pratiques dilatoires coexistent ou l'ont remplacée. Elles consistent cette fois-ci en une réduction des conditions financières sous forme d'***abandon de créance et de renégociation de taux d'intérêt***. Dans ces opérations, le risque moral s'exprime à travers les faibles conditions de restructurations réelles associées au traitement financier des bilans et, en particulier, à l'absence de pénalités pesant sur les actionnaires. Comme dans toute situation de risque moral, les banques se placent sur un horizon temporel court. Quand le tarissement des pertes d'exploitation implique des restructurations trop sensibles, comme la liquidation d'une large proportion d'actifs, l'exclusion des dirigeants ou la sanction d'actionnaires principaux qui sont également ceux de la banque ou qui en sont clients, la banque arbitre entre un traitement profond potentiellement coûteux et peut-être même risquant de la déstabiliser, et des pertes assumées immédiatement mais faibles, car compensées par une baisse des contraintes de provisionnement du fait du reclassement positif de l'emprunteur.

Les données sur la composition des *Risk Management Loans* (cf. 4.3.) montrent que ces restructurations de dette se sont intensifiées à partir de la seconde partie des années quatre-vingt-dix, quand les pratiques de cavalerie ont dû cesser. Ces pratiques sont difficiles à détecter parce qu'elles ne sont pas toujours officielles et organisées. Or, le jugement que l'on peut porter sur leur qualité dépend de manière cruciale de la nature de la fragilité de l'emprunteur (crise de la dette ou de l'exploitation) et par conséquent, du contenu du volet réel des restructurations et des conditionnalités connexes imposées par les banques (prises de nantissement, participation au capital via des *Debt-Equity-Swap* (DES)). Malgré ces difficultés d'analyse, on peut montrer que ces pratiques ont largement échoué.

effectivement réalisé sur la politique de financement sous forme de lignes de découverts, privilégiées par les banques au crédit à court terme.

● Sur les opérations de restructuration les plus visibles d'abord, qui intègrent les annulations de dette et les DES : le premier constat est que les banques éprouvent une ***réticence très forte à acquérir des participations sur leurs emprunteurs dans le cadre d'opérations de DES***. Celles-ci sont quasiment inexistantes avant la fin de la décennie quatre-vingt-dix puis demeurent rarissimes après 2000, quand le cadre juridique et comptable de ces opérations est stabilisé (cf. Encadré 29). Le fait que même dans les plans de restructuration conclus sous l'égide de l'IRCJ à partir de 2003, cet organisme est presque seul à accepter de pratiquer des DES, les banques principales s'y refusant le plus souvent, est emblématique de la réticence des établissements de crédit à s'impliquer dans la restructuration des emprunteurs. Si cette réticence existe toujours malgré un cadre juridique et une pression prudentielle facilitant cette implication, elle devait être bien plus forte au cours de la décennie passée, quand les procédures de faillite d'entreprises étaient impraticables et la pression prudentielle faible. ***Les annulations de dette sont l'autre forme la plus visible de restructuration financière***, là encore parce qu'elle implique une réduction du principal et donc la reconnaissance de pertes conséquentes immédiates. Les enquêtes de *Teikoku Databank* révèlent qu'elles ont crû en intensité à partir de 1994 et qu'elles sont surtout concentrées dans les secteurs emblématiques de la crise : l'immobilier, le BTP, et dans une moindre mesure la distribution... donc sur les entreprises rencontrant des déficiences d'exploitation structurelles, nécessitant des réductions d'actif drastiques et où le modèle de gouvernance traditionnel japonais, fondé sur l'indépendance des dirigeants et l'opacité de la gestion, est le plus ancré. Ces opérations d'annulation ont été largement pratiquées dans ces secteurs jusque 2002, avec un pic entre 1998 et 2001, puis ont diminué à la fois en volume et en nombre. Leur qualité peut être mise en doute *a posteriori* parce que d'une part, les secteurs bénéficiaires sont ceux qui ont le plus retardé la réduction de leurs surcapacités (cf. section ci-dessus) et d'autre part, parce qu'on sait que les plans d'annulation aux gros emprunteurs se sont répétés d'année en année, prouvant par là l'absence de vision à long terme encadrant les négociations de dette³³¹. Ces pratiques ont diminué en intensité après 2002 pour plusieurs raisons.

- (i) D'abord et surtout parce que les annulations de dette, quand elles constituent des pratiques dilatoires, sont visibles et peuvent être contrôlées. La mise en place de la *Civil Rehabilitation Law* (CiRL) en 1999, loi de faillite pro-emprunteur, a fait craindre aux autorités que les banques intensifient les annulations de dette mal conditionnées parce qu'affaiblies dans les négociations. Ces craintes se sont avérées justifiées puisque les annulations croissent en

³³¹ Sur les seules années 1997-2003, les six plus grands groupes de BTP ont bénéficié en moyenne de quatre plans d'annulation chacun de la part de leurs banques principales. *Haseko*, soutenu par la banque *Resona*, a bénéficié de quatre plans entre 1999 et 2002, totalisant 544 milliards de yens de pertes. Significatif de l'incurie de la banque principale, un dernier plan lancé après la nationalisation de *Resona*, a imposé une réduction massive d'actifs, sans annulation de dette ! Le groupe bancaire *Mizuho* a lui annulé pour 750 et 205 milliards de yens de dette aux deux entrepreneurs *Asuka* et *Hazama* en trois étapes, 1997, 2002 et 2003. Quant à *Mitsui-Sumitomo*, les encours annulés atteignent 750, 252 et 500 milliards, soit 1,5 trillions pour les seuls constructeurs *Kumagai-Gumi*, *Mitsui-Sumitomo* et *Fujita*, étalés à chaque fois en quatre plans sur 1999-2003 (Source : Nikkei Sangyo Paper, november 28th 2003).

intensité au tournant de la décennie. Pour limiter ce risque, la FSA a soumis ces pratiques à un contrôle administratif préalable, imposant en particulier une notification à la tutelle et des conditions minimales de restructurations réelles, dont l'éviction des dirigeants³³².

- (ii) Les grandes banques, qui pratiquent le plus ces annulations parce que finançant les gros emprunteurs, ont été soumises à un objectif de réduction de moitié des prêts non-performants entre mars 2002 et 2005, qui les a contraint à imposer aux emprunteurs des restructurations plus profondes. La durée de traitement des créances douteuses est également plafonnée à trois ans pour toutes les grandes banques depuis 2003, et pour tous les établissements depuis septembre 2005. Ces mesures doivent être comprises comme un moyen légal d'allonger l'horizon d'anticipation des banques, corrigeant le risque moral produit par leur norme de solvabilité relâchée.
- (iii) La section 4.1.3. relative aux contraintes de provisionnement complémentaire montre que la réforme de 2003, introduisant la méthodologie DCF, réduit les possibilités d'arbitrage prudentiel en imposant une valorisation des créances au plus près de leur valeur courante. Parallèlement, les inspections de la FSA se sont intensifiées, élargies des grandes banques à tous les établissements de crédit, et ciblent explicitement ces gros emprunteurs.

• Restent les restructurations de dette par ***modification des termes et des niveaux de taux d'intérêt***. Les taux concessionnaires vont de pair avec les restructurations de dette consistant à remplacer des dettes longues par des successions de dettes courtes surreprésentées dans le total de la dette, et par la substitution des découverts de trésorerie aux prêts contingents courts, documentée dans les Tableau 24 et Tableau 25. Ces pratiques dilatoires permettent aux emprunteurs de reculer leurs plafonds d'endettement et d'éviter artificiellement le défaut. Elles sont moins facilement détectables parce que ces restructurations ne sont pas nécessairement des renégociations de dette globales, entrant dans un cadre explicite de redressement de l'emprunteur. Les baisses de taux consenties peuvent également être motivées par une révision positive des perspectives de profit, grâce à la conjoncture par exemple, événement qui rend difficile de discerner les opérations de sauvetage de l'ajustement conjoncturel. Il existe toutefois des éléments permettant de douter de l'efficacité des restructurations par réduction de taux, depuis la première moitié des années quatre-vingt jusqu'à aujourd'hui.

En partant de données de contrats bancaires japonais et en les comparant, pour des profils de risques comparables, aux conditions moyennes aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni, Smith [2003] montre d'une part, que les banques japonaises chargent en moyenne et sur la

³³² Dans le même esprit, l'association bancaire a élaboré une procédure de négociation amiable multi-crédanciers qu'elle a proposé aux banques comme cadre de négociation des réductions de dette. Cette procédure amiable n'est pas très utilisée, mais elle a le mérite de créer une référence pour les pratiques bancaires.

quasi-totalité des classes d'emprunteurs, des primes beaucoup plus faibles que le font leurs concurrentes étrangères. D'autre part, il montre que les paliers de primes entre classes sont aussi beaucoup plus faibles, de sorte que les établissements nippons n'utilisent pas le risque comme un critère de différenciation dans la facturation du crédit. Ce résultat –que l'on avait pressenti dans la section précédente sur données agrégées– est confirmé de deux manières. La première est l'analyse en coupe des taux pratiqués par les banques sur la base des notations des modèles internes. Le Graphique 69 montre explicitement que ***les banques ne chargent pas correctement leurs crédits suivant ce que leur indique leurs modèles internes***, c'est-à-dire selon une base neutre qui ne prend pas en compte les capacités de *monitoring* de la banque sur les emprunteurs. Ici, les prêts à risque bénéficient d'un traitement privilégié au détriment des meilleurs risques, chargés légèrement au-dessus des taux théoriques. Ce transfert pèse donc sur les bons emprunteurs ayant le moins d'alternatives de financement parmi les entreprises. Caballero, Hoshi & Kashyap [2004] précisent cette conclusion :

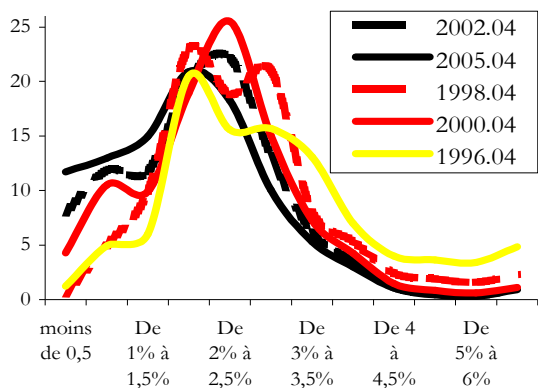
(i) En évaluant les taux d'intérêt chargés sur les crédits des entreprises cotées et classées par secteurs d'activité, et en les comparant à des taux d'intérêt notionnels courts et longs, calculés comme la prime exigée sur une entreprise privée de première signature³³³, ils trouvent d'une part que les prêts à taux concessionnaires sont multipliés par trois entre le début et la fin des années quatre-vingt-dix. Ils touchent en moyenne 14,5% des grandes entreprises -pondérées par leurs actifs– sur 1996-2002, et sont manifestement utilisés comme un substitut plus discret aux annulations de dette et à la cavalerie financière.

(ii) Comme ces annulations, les taux subventionnés sont beaucoup plus courants dans les secteurs du BTP-immobilier, de la distribution et des services que dans le secteur manufacturier³³⁴. Dans l'immobilier, cette intensité croît jusque 1998, puis diminue sensiblement, à la fois du fait de la résolution de la crise des *jusens* et du fait d'un traitement global des crédits aux promoteurs immobiliers bien engagé. Ce n'est pas le cas des prêts subventionnés à la construction et à la distribution, dont l'usage continue de gagner en intensité en FY2002. Ce décalage correspond à l'intuition : le choc immobilier intervient en 1991 sur un marché de promoteurs relativement concentré, alors que les secteurs de la distribution et de la construction, beaucoup plus éparpillés, subissent un choc plus diffus à partir de 1997 (récession, déréglementation et puis arrêt des grands travaux).

³³³ Les références sont la prime moyenne sur les obligations AAA sur les cinq années passées et le taux d'intérêt quasi-nul des certificats de dépôts à trois mois pour les termes courts.

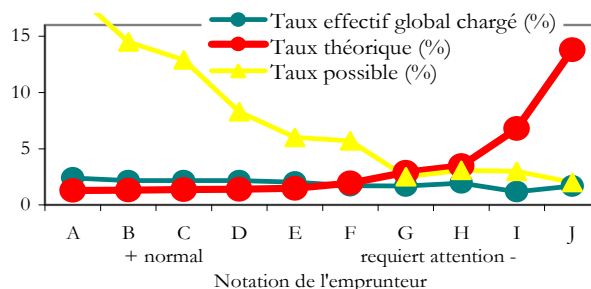
³³⁴ Sur 1981-93, ces pratiques concernaient respectivement 4,4% et 3,6% des actifs des secteurs non-manufacturiers et manufacturiers. Sur 1996-2002, ces pourcentages s'élèvent respectivement à 20,3% et 10,1%. Cette hausse est encore plus remarquable dans les secteurs de la distribution du BTP et de l'immobilier.

Graphique 68 – Dispersion des crédits par tranche de taux d'intérêt chargés (système bancaire)



Source : Banque du Japon

Graphique 69 – Taux théoriques sur les prêts classés performant selon les modèles internes bancaires



NB : les notations A à J correspondent aux prêts classés 'normaux' et 'attention requise', sur lesquels il n'y a aucun défaut de constaté. Le taux théorique correspond au taux de base bancaire à court terme augmenté de la prime de risque calculée par les modèles. Le 'taux possible' est la charge d'intérêt maximale soutenable, fondée sur les revenus nets d'exploitation.
Source : Credit Risk Database Administration Council / Bank of Japan

- Poursuivons sur *les pratiques générales de tarification du crédit*. La seconde manière d'appréhender ces distorsions est d'étudier la composition par niveau de taux des portefeuilles de crédit des banques (cf. Graphique 68).

Corrélée aux taux moyens pratiqués et ajustée de l'évolution des taux de base bancaire, elle montre que ces transferts de coûts entre classes de risque sont moins importants qu'on aurait pu le craindre. L'offre bancaire est fortement concentrée dans les tranches de taux bas. Cette répartition est déjà frappante avant la politique monétaire de taux zéro. Les taux encore élevés en 1996 n'empêchent pas de concentrer plus de la moitié de l'offre sous la barre de 2,5% en 1996. Quant à la structure du stock de 1998, elle s'ajuste d'autant plus rapidement à la baisse des taux que, dans le même temps, l'économie plonge dans la dépression. Il en résulte une irrégularité de la courbe de densité sur ces deux années, les tranches où apparaissent les bosses et les creux indiquant une répartition des crédits anormale par rapport à la régularité d'une courbe théorique des risques. On retrouve donc la conclusion précédente : une distorsion dans la politique de tarification et une sous-tarification globale des risques, symptomatique de la tentative des banques de freiner le rythme d'émergence des prêts non-performants³³⁵. Enfin, Jerram [2004] montrait à travers ce type d'analyse en coupe, que l'offre bancaire est peu sensible aux conditions macroéconomiques, si l'on excepte les courtes périodes de stress intense. La hausse des taux de référence est répercutée sur les taux pratiqués. En théorie, les niveaux des taux d'intérêt nominaux et réels influencent les risques moraux et de sélection adverse, de sorte que ces mouvements de taux doivent aussi produire une modification de la forme de la courbe. Or, la forme de la courbe de densité s'avère peu sensible à la conjoncture dans la seconde partie des années quatre-vingt-dix. Elle suit une tendance régulière à la concentration sur les tranches de taux bas, malgré les sauts conjoncturels et de taux longs. Dans le Graphique 68 cette concentration continue de croître entre 2002, 2004 et 2005, alors que les taux longs et courts sont

³³⁵ La disparition de ces irrégularités dans la période récente n'indique pas l'arrêt de ces pratiques dilatoires, mais la politique monétaire inefficace aplati la courbe des taux, accroissant la densité des prêts dans la zone des taux bas.

à peu près identiques entre les périodes et que la contraction de l'offre de crédit s'intensifie. Enfin, les statistiques de la Banque du Japon informent que les taux d'intérêt moyens long et court consentis pas les banques sont devenus quasiment identiques depuis 2001, tandis que dans la période antérieure à partir de 1996, l'écart entre eux évolue entre 30 et 10 points de base, moitié moindre que celui observé sur les marchés sur des maturités comparables.

Outre la faible distinction entre les classes de risque d'emprunteur, *les banques facturent faiblement l'allongement de la maturité de l'offre, moins que ne le font les marchés*, ce qui est pour le moins étonnant compte tenu de la fragilité de la croissance japonaise. Comme en même temps on a vu que ce critère de risque n'expliquait pas non plus le rationnement sectoriel quantitatif du crédit, on a du mal à trouver une cohérence d'ensemble à la politique de crédit des banques.

Reste à supposer que cette offre est duale. D'un côté, les banques rationneraient leur offre aux nouveaux emprunteurs, de l'autre, elles accorderaient des conditions très privilégiées à ceux parvenant à accéder à cette offre, et consommeraient donc leur capital en soutenant un vaste ensemble d'emprunteurs dont le risque était au départ sous-évalué. Le tout expliquerait la sous-évaluation du risque de crédit et les taux d'intérêt moyens pratiqués qui, déjà très bas en 1998 – 2,1% – continuent de baisser en 2005, atteignant en avril 1,7% pour l'ensemble du système bancaire, 1,45% pour les grandes banques !

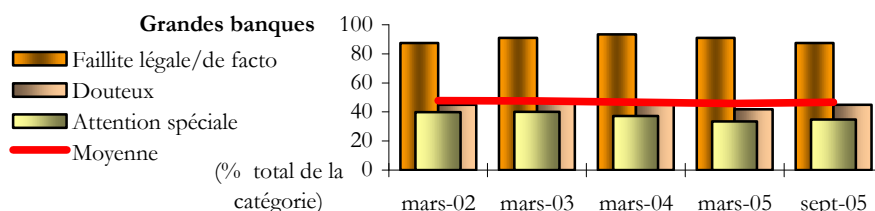
- La Banque du Japon [2001] calcule que si les prêts non-performants sont exclus des encours sur lesquels on calcule les marges brutes sur le crédit, le taux de marge remonte de 10 points de base environ, soit 10% de cette marge. Ceci correspond à une perte de revenu de 400 milliards de yens par an. Ces chiffres sont de 15 points de base sur la période antérieure FY1992-FY1996 (avant que ne commencent les grosses opérations de provisionnement) et de 500-550 milliards.

Cela signifie que les conditions financières sur les prêts non-performants sont très avantageuses depuis le début de la crise et qu'elles le sont à peine moins à partir du tournant de 1998. Cela signifie aussi que ces conditions favorables ne suffisent pas à expliquer la sous-tarification des risques.

Comme le Graphique 69 l'indique, cette sous-tarification est répandue en amont de la classification en prêts non-performants, à la masse des prêts classés '*attention requises*', dont la proportion anormale a toujours été critiquée par la FSA. Soit les banques supposent que ce geste en amont sera bien interprété par l'emprunteur, soit elles le font dans un objectif opportuniste à court terme, pour freiner la montée des prêts non-performants. Caballero, Hoshi & Kashyap [2004] apportent une information supplémentaire : ils calculent que ces pratiques de prêts subventionnés touchent bien plus les PME que les annulations de dettes, principalement utilisées pour les gros emprunteurs³³⁶. Les premières, sur lesquelles les banques ont plus d'influence, bénéficient aussi du soutien bancaire ! L'amollissement de la règle de paiement aux emprunteurs fragilisés est donc une caractéristique générale de la relation de crédit.

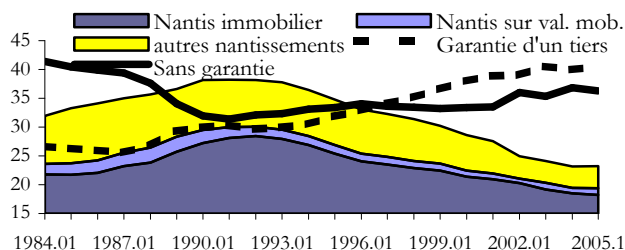
³³⁶ En 2002, les prêts subventionnés touchent 30% des entreprises et 15% des actifs.

Graphique 70 – Japon : prêts non-performants couverts par des garanties



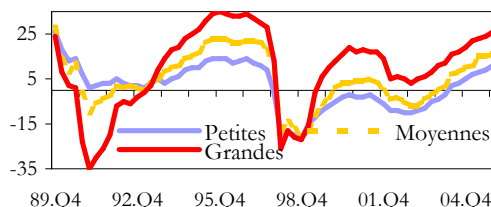
Source : FSA, Transition of the status of coverage of NPL's based on FRL

Graphique 71 – Japon : composition des crédits bancaires par support de nantissement (% total des crédits)



NB : Crédits consentis par les banques par action et les *shinkin banks* ;
Source : Banque du Japon

Graphique 72 – Indice d'opinion par taille d'entreprise sur l'orientation de l'offre de crédit



NB : Un point au dessus de zéro indique l'assouplissement des conditions d'accès au crédit ressenti dans les enquêtes d'opinion.
Source : Bank of Japan Tankan, *lending attitude diffusion index*.

• Parallèlement à cette attitude conciliante des banques à l'égard d'emprunteurs fragilisés, **le recours intensif aux garanties** est une seconde caractéristique de l'offre bancaire au Japon, qui reflète une attitude radicalement opposée d'aversion au risque.

La coexistence de ces deux pratiques confirme la dualité de l'offre bancaire, hypothèse avancée ci-dessus pour expliquer son incohérence observée au niveau agrégé. Le Graphique 71 illustre l'évolution des recours aux prises de garanties. L'inflexion à la baisse au cours de la décennie passée est trompeuse. D'abord, elle incorpore la baisse des crédits accordés au secteur de l'immobilier à partir de la fin de la décennie³³⁷. Ensuite, les données de la Banque du Japon indiquent que cette baisse du recours aux collatéraux immobiliers est concentrée dans les crédits aux PME. Enfin, la proportion des crédits non-garantis n'a pas baissé. Celle-ci est en grande partie formée de crédits à court terme renouvelés, en réalité utilisés comme des financements longs. La réduction des crédits collatéralisés par de l'immobilier est compensée par une forte augmentation des crédits sur garantie de tiers, qui concerne surtout les PME et le petit commerce. Ils sont en réalité également attachés à l'immobilier, à ceci près que la garantie touche les biens personnels des dirigeants³³⁸. Cette substitution est la conséquence de la chute des prix immobiliers. Elle contraint les banques à réduire le ratio $[montant\ consenti\ couvert / valeur\ du\ collatéral]$, de sorte que les actifs utilisés ne suffisent souvent plus à rencontrer les exigences des banques.

Au total, l'offre de crédit adressée aux PME ne se relâche pas au regard des exigences de garantie. Elle se durcit au contraire fortement et concerne toujours autant l'immobilier. Et c'est la principale raison

³³⁷ Jusqu'à la fin de la décennie quatre-vingt-dix, les promoteurs immobiliers sont propriétaires en plein des actifs immobiliers et fonciers dont ils sont agents, et non intermédiaires.

³³⁸ Les crédits non-nantis représentent 30 à 40% des prêts des grandes entreprises, mais cette proportion tombe à 20-30% pour les banques régionales, fortement orientées sur le marché des PME.

du durcissement des conditions d'accès au crédit (cf. Graphique 72). Dans le même temps, les collatéraux sont toujours intensivement utilisés pour le crédit aux entreprises de plus grande taille.

- Pour conclure sur cette offre bancaire duale, mixant les pratiques d'*ever-greening* et de nantissement, Nisjhimura, Nakajima & Kiyota [2003] présentent des statistiques significatives de leur impact récessif sur l'activité. A partir des données individuelles d'entreprises entrantes et sortantes sur 1994-98, ils trouvent que la productivité moyenne des entreprises qui disparaissent est supérieure à celle de leurs concurrentes survivantes. Ces résultats sont particulièrement significatifs dans le BTP et la distribution de gros et de détail. Caballero, Hoshio & Kashyap [2006] aboutissent à la même conclusion d'inefficience macro d'une autre manière : le problème n'est pas seulement que les pertes se renouvellent, mais que les banques ne sont pas incitées à intervenir précocement sur des entreprises dont la dette bénéficie de taux concessionnaires ou est collatéralisée. Dans le premier cas, le défaut intervient dans une situation de surendettement extrême et dans le second le coût d'un tel défaut est prélevé sur la garantie. Quand la banque intervient, la situation de l'entreprise est déjà trop dégradée et doit être liquidée. C'est pourquoi les crédits classés non-performants concernent en moyenne beaucoup plus les créances nanties que les autres (Bank of Japan [2002] et Graphique 70) et c'est pourquoi en leur sein, celles couvertes par des garanties sont, chez les grandes banques, deux fois plus représentées dans la catégorie la plus basse des prêts déclassés (*faillite ou de facto*) que dans les autres catégories de pertes (cf. Graphique 70). Ces pratiques entretiennent à la fois le rationnement du crédit pour les emprunteurs sans collatéraux et des marges très faibles pour les banques³³⁹. Elles allongent le *temps d'incubation des pertes* par les banques et renchérissent le coût macroéconomique de la crise.

4 – La transparence pour remodeler les relations de crédit... ou les limites de la politique structurelle 'par le bas'

Problématique et plan : passer de la divulgation et du traitement des pertes à la politique structurelle 'par le bas'

- Dans la première partie du chapitre, on a expliqué que la stratégie de stabilisation bancaire, depuis 1998, consiste en un durcissement à vue de la règle de paiement : l'affinement du cadre prudentiel –la transparence des comptes– doit permettre de faire ressortir des pertes, dont le traitement est censé précéder le relèvement de la norme de solvabilité, au lieu d'en être la conséquence. Cette approche repose sur la seule perception par les banques de la détermination

³³⁹ En observant les conditions financières appliquées à toutes les formes de prêts au Japon, Schaede [2005] note qu'à côté de ces taux bas homogènes appliqués par les banques, les sociétés financières poursuivent une activité de prêts florissante auprès des petits entrepreneurs et commerçants, appliquant des taux d'intérêt extrêmement élevés (*shōkō loans*), ce qui confirme l'existence d'une offre bancaire duale, soit sous-tarifée et souple, soit très rationnée.

des autorités à resserrer progressivement cette norme. Développer la transparence est un moyen de ne pas reculer, mais il peut ne pas suffire pour dynamiser le processus. On a vu que la résistance des banques à désigner les créances à problème, puis à les bien provisionner, enfin à les traiter correctement, correspond aux trois phases qui rythment l'évolution observée des prêts non-performants, parce qu'elles correspondent aux trois étapes de la politique bancaire. Dans la première, jusque 2001, l'objectif est la révélation des pertes, grâce à l'instrument de l'avoir fiscal. C'est une phase de montée des taux provisionnements. Dans la mesure où les règles de provisionnement, comme on va le voir, sont mal définies, elles ne s'accompagnent pas d'un traitement adéquat des pertes. Elles se renouvellent, montrant que le relâchement de la norme de solvabilité permise par les injections en *open-bank* et par l'accumulation d'avoirs fiscaux, et qui consiste à reporter les pertes constamment, est reproduite dans les relations de crédit avec les entreprises sous la forme de soutiens financiers mal conditionnés. La FSA définit alors un second objectif plus explicite, mais imposé exclusivement aux banques bénéficiaires des injections, les plus suspectes de stratégies de type *too-big-to-fail*: la réduction de moitié du stock des pertes en trois ans, d'ici à mars 2005, afin de contraindre les banques à tarir la source de leurs pertes. Cet objectif est respecté mais dégrade sensiblement la qualité de leur capital. Surtout, il n'est pas certain que cet effort, ciblé, assure le tarissement définitif des prêts non-performants. On a en effet constaté une sous-tarification générale du risque de crédit et en particulier, un traitement peu différencié des classes de risque entre elles, ce qui suggère que les mauvais emprunteurs bénéficient toujours d'un relâchement de la pression des banques, conformément à l'approche SBP. Le risque est donc une recrudescence des pertes chez les grandes banques à la première récession, les ramenant au stade des banques locales, plus en retard dans leur assainissement. Ayant constaté ces problèmes dès 2002, la FSA engage une troisième phase dont l'objectif explicite est la réforme du modèle bancaire. Elle correspond au *Financial Revival Program* d'octobre 2002, lancé par M. Takenaka à son arrivée à la tête du Ministère de la FSA. Cette nouvelle phase s'articule sur trois plans qui correspondent aux trois institutions déterminantes pour le choix d'un modèle bancaire : (A) la norme de solvabilité, le socle de ce modèle, (B) le traitement prudentiel des actifs bancaires, sa charpente, et (C) le coût d'accès aux procédures légales de faillite, qui serait son toit, pour clore la métaphore (cf. Encadré 21).

A / **Sur la norme de solvabilité**: elle se durcit à partir de 2002-03 de trois manières. (i) La restriction à l'usage des avoirs fiscaux accumulés est ambiguë mais suffisante pour provoquer la nationalisation de *Resona*, la faillite d'*Ashikaga* la même année, et des augmentations de capital, dont celle spectaculaire d'un trillion de yens de *Mizuho*. On passe de la faillite impossible à la faillite improbable. (ii) Le plafonnement à 100% de leur Tier 1 de la valeur de marché des portefeuilles d'actions des banques (cf. annexe 18), décidé en 2001 et appliqué depuis 2004, durcit la règle de faillite parce que l'importance de ces portefeuilles entretenait l'espoir de gains en

capital rapides, susceptibles de financer des pertes exceptionnellement élevées sur le crédit. Ç'avait donc été un facteur d'aveuglement au désastre. Il avait servi de justificatif aux injections en *open-bank* de 1998 et 1999, alors que cet instrument est en principe réservé aux accidents conjoncturels. (iii) L'engagement de la réforme 'par le haut' du modèle bancaire, sur les structures de gouvernance et d'audit interne des banques, durcit également la norme de solvabilité. Elle est traitée dans la dernière partie du chapitre. Comme on ne peut pas espérer changer les pratiques bancaires et imposer la révision du modèle de relation de crédit en remplaçant la norme de solvabilité par la transparence de son contenu, la contrepartie de la protection de l'actionnaire contre le risque de faillite doit être son isolement et la focalisation de la pression prudentielle sur les dirigeants des banques directement, en reliant leurs engagements à assainir les bilans au dispositif coercitif PCA de la tutelle. Pour y parvenir, il va falloir sortir le management de son opacité et imposer des règles d'*accountability* à tous les organes de direction des établissements. Bref, il va falloir installer un système de gouvernance à l'anglo-saxonne dans lequel, temporairement, la tutelle se substitue aux actionnaires. Le contenu de cette réforme est décrit dans la partie 5 qui suit. Relevons qu'il s'agit d'une rupture définitive par rapport au SBP, parce que son objectif explicite est l'affirmation du modèle actionnarial.

B / ***Sur les règles de la valorisation des crédits.*** La banque à l'acte, qui est l'objectif de la réforme et donc l'exemple le plus abouti est la grande banque commerciale aux Etats-Unis, se définit par (1) des méthodes standards de valorisation qui permettent (2) la cession systématique des crédits aux marchés secondaires et qui impliquent, par conséquent (3) d'adosser l'offre de crédit à la valorisation des risques sur les marchés. L'efficacité de ce modèle dépend de cette capacité à capter la liquidité des marchés pour en faire bénéficier l'activité de crédit et valoriser la spécificité bancaire. On aura l'occasion d'y revenir plus en détail. Le problème est qu'au Japon, les marchés de cession sont quasiment inexistants, de sorte que ce mode de valorisation *objectif* n'est pas possible. Les banques doivent donc développer elles-mêmes des systèmes d'évaluation interne du risque sur lesquels adosser les contraintes de provisionnement. Dans cet objectif, la FSA introduit une nouvelle méthode d'évaluation des besoins de provisionnement, le modèle DCF (*Discounted-Cash-Flow*), très développé là où le système de banque à l'acte est le plus abouti : aux Etats-Unis. Cette innovation institutionnelle date de FY2003, quand la FSA s'aperçoit que ses règles de provisionnement laissent aux banques des possibilités d'arbitrage prudentiel qui sont de nature à amplifier le dualisme de l'offre de crédit. Elles entretiendraient alors le risque moral et le rationnement dur par recours excessif au nantissement, pointés du doigt plus haut, et freinant la reconstruction du modèle bancaire. Cette histoire est l'objet de cette quatrième partie du chapitre.

C / Sur les ***procédures de faillite d'entreprises*** : 2003 marque également un tournant. Leur coût très élevé avant FY2000, diminue sensiblement avec l'introduction de la *Civil Rehabilitation Law* (CiRL). Cet instrument de restructuration légale permet de réduire sensiblement

le coût de la faillite, et son caractère *debtor-led*, inspiré du *Chapter 11*, aux Etats-Unis le rend attractif pour les entreprises en difficulté à l'exploitation viable. Mais aucune procédure ne peut compenser les risques moraux produit par une norme de solvabilité relâchée. Comme les banques n'ont toujours pas l'incitation qu'il faudrait pour presser à la restructuration les cas d'insolvabilité les plus épais, le chantier est repris à partir de 2001. Il aboutit deux ans plus tard à la révision de la *Corporate Reorganization Law*, une procédure *creditor-led* qui valorise davantage l'option de liquidation à celle du redressement en interne, et à la création d'une AMC public hybride, l'*Industrial Revitalization Corp. of Japan* (IRCJ). Celle-ci va fonctionner comme un sas de passage à un régime dur des droits de la propriété, ouvert jusque 2005, et par lequel devront passer les emprunteurs insolubles emblématiques de la crise, et dont la survie est associée à celle des pratiques de sauvetage dévoyées du SBP. Ces deux institutions répondent donc au constat dressé par la FSA à partir de 2001, lançant la politique structurelle bancaire : les banques provisionnent mais ne traitent pas. Leur introduction en 2003 a pour objectif de faire passer le message suivant des banques à leurs emprunteurs en difficulté « *les règles du jeu vont bientôt définitivement changer, et la période actuelle est la dernière chance pour vous, actionnaires et dirigeants, de restructurer votre entreprise sans être sanctionnés comme vous le devriez* ». Ces thèmes sont traités dans le chapitre suivant. Ces nouveaux moyens de pression contribueront indubitablement à accélérer le traitement des prêts non-performants, entre 2003 et 2006, moins par leur usage que par la menace de leur usage.

- Le versant du refus de la faillite bancaire par les autorités est leur prédilection pour le traitement en interne des pertes, suivant l'argument que l'on sait faux, par lequel les banques privilégieront le redressement à la liquidation d'emprunteurs en difficulté. Pour gérer au mieux le risque moral associé à ce choix politique, et constatant que l'aléa moral est bien enraciné et s'étend dans les portefeuilles des banques à la faveur de pratiques de crédit traditionnelles devenues périmées, la tutelle va associer à l'option du traitement en interne des pertes le remodelage de la charpente des relations de crédit : le cadre prudentiel des provisions pour pertes (4.1.). On verra les dysfonctionnements dans le cadre originel japonais et en quoi consiste le resserrement de ce cadre, la méthodologie DCF en particulier. L'efficacité de cette nouvelle approche est limitée parce que, valorisant le crédit au plus proche de la valeur courante, elle tire tout son intérêt de l'existence de marchés de cession liquides, inexistant au Japon. En recherchant pourquoi, au-delà du risque moral, ces marchés de cession sont restés étroits, on verra que derrière un discours volontariste, les autorités ont constamment cherché à réduire les incitations à l'externalisation des pertes bancaires (4.2.). Derrière cela, il y a toujours ce choix politique de protéger les défaillants de la liquidation. Mais dans la dernière phase il est devenu intenable face à une stratégie de remodelage des relations de crédit bien avancée. En guise de bilan, l'analyse des prêts déclassés, conclut justement que derrière leur réduction depuis 2002, il y a une progression de qualité du traitement, indéniable mais insatisfaisante (4.3.). Leçon de la résistance des banques sur 1998-2001, la tutelle semblait avoir dès le départ conscience des limites de cette approche 'par le bas'. Ses statuts l'empêchant de la dépasser de manière frontale, elle engage parallèlement la politique bancaire structurelle 'par le haut', visant à asseoir sa crédibilité sur le moyen terme, l'objet de la partie suivante.

Encadré 21 – Qu'est-ce qui détermine les banques à redéfinir leur modèle de relation bancaire ?

	Banque à l'engagement (SBP)	Banque à l'acte
Environnement financier	□ Capital illiquide * Faible concurrence	□ Liquidité financière * Forte concurrence
Règle de faillite des banques	□ Norme discrète * Gestion de place	□ norme systématique * Procédure légale
Lois de faillite d'entreprise	□ <i>Administrative view</i> □ Ordre des remboursements strict	□ <i>Judicial view</i> □ Ordre des remboursements souple
Trait.^t prudentiel du crédit	□ <i>book-value</i> □ Provision en cas de défaut & défiscal. des pertes certaines seules	□ <i>Value-at-Risk</i> □ Provision du risque <i>ex-ante</i> (prix de marché) & défiscal. plafonnée / tier 1

● Trois institutions sont déterminantes pour le choix d'un modèle bancaire : (1) la règle de faillite bancaire –norme de solvabilité et mode de gestion du défaut–, (2) le traitement prudentiel des crédits –leurs règles de provisionnement–, (3) les lois de faillite d'entreprise –leur coût d'accès ou dit autrement, la capacité des créanciers à voir leur demande de droit satisfaite–. Le tableau ci-dessus décrit comment les deux grandes familles de modèles bancaires –la relation de crédit à l'acte/à l'engagement– se situent sur ces trois plans.

Pour amener les banques à refondre leur modèle d'organisation bancaire, exercice toujours délicat dans un environnement concurrentiel, il faut avancer sur ces trois plans. Le durcissement de la norme de solvabilité ne suffit pas. On sait que la déréglementation financière appelle à la construction d'une règle de faillite bancaire systématique, associée à un dispositif de coercition gradué. La deuxième partie du chapitre a permis de comprendre que ce passage d'une règle discrète à une règle systématique déclenche une dynamique institutionnelle qui pousse les tutelles à affiner progressivement leurs contrôles des risques, en produisant des normes de valorisation systématique des actifs. Le passage de la valeur d'acquisition à la Value-at-Risk accroît sensiblement le coût en fonds propres des relations à l'engagement dans les temps de crise parce que ce mode de valorisation implique une relation stricte entre le niveau des provisionnements et le niveau des risques. Ce type de développement institutionnel amène à standardiser également les relations de crédit, ce qui est le propre du modèle de relation à l'acte. Mais cela ne suffit pas encore, car une relation de crédit standardisée implique aussi la possibilité d'en sortir facilement. Si les procédures de faillite et de liquidation sont coûteuses à utiliser, la demande de droits des banques n'est pas satisfaite et l'incitation au changement de modèle diminue. Il faut donc passer d'une gestion administrative de la faillite, souvent très lourde, à une approche flexible de type *common pool*. Maintenant, si seules les lois de faillites d'entreprises sont révisées ou même si elles s'accompagnent d'un resserrement des règles de valorisation des actifs, le risque moral produit par la norme de solvabilité bancaire relâchée n'incite pas les banques à changer de modèle, puisqu'un tel changement implique de redéfinir la composition des portefeuilles de crédit et donc d'abandonner certains emprunteurs. Si elles le font, c'est de manière purement formelle puisqu'elles ont toujours intérêt à adopter une stratégie de *gamble for resurrection*. Elles valoriseront bien le risque, selon un système de provisionnement efficace, mais en accumuleront trop.

4.1. La charpente des pratiques de crédit : le provisionnement des pertes

● Une nouvelle approche bancaire correspond à une nouvelle pratique de gestion du risque de crédit, donc à une nouvelle définition des pertes. Cette approche, ce sont les banques qui vont la redéfinir. Mais elle dépend de manière directe du cadre prudentiel et fiscal des provisions, qui constitue, en quelque sorte, la charpente de ces pratiques. En finance de marché, la réglementation prudentielle cherche à préciser toujours plus la définition des pertes sur le crédit : il faut que la valeur de marché du crédit colle au risque anticipé à tout moment. Cette définition explicite et standardisée d'une perte se substitue à une définition souple et individualisée, auparavant produite en interne par chaque banque, pour chaque client, alors cohérente parce que la moindre concurrence permettait aux premières de contrôler étroitement les seconds. Après un rappel technique sur la manière dont se décompose le coût du crédit *ex-post*, entre taux débiteur/provisions générales et avoir fiscal (4.1.1.), on montre qu'au Japon, le durcissement des contraintes de provisionnement ne suffit pas à inciter les banques à modifier leurs pratiques parce que ce durcissement est assis sur des principes défectueux qui, en donnant la possibilité d'arbitrages prudentiels, perpétuent les routines bancaires antérieures

(4.1.2.). Après une présentation théorique de la méthodologie DCF, permettant de faire disparaître ces possibilités d'arbitrage (4.1.3.), on montre comment celle-ci, introduite en 2003 au Japon, est à la fois emblématique d'un saut qualitatif dans la réforme structurelle et dans la règle de paiement, mais d'une efficacité bornée par les contradictions internes à la politique bancaire (4.1.4.). Cette efficacité, qui croît avec la liquidité des marchés de titre, renvoie à la partie suivante sur ce thème.

4.1.1. Tarification du crédit, provisions légales et avoir fiscal : quels principes ?

- Il faut commencer par voir ce qu'il y a derrière la ***distinction entre provisions générales et complémentaires***. La marge d'intérêt facturée au moment de l'émission du crédit correspond aux pertes moyennes anticipées (cf. Figure 13). Les pertes non-anticipées correspondent aux pertes maximales susceptibles d'apparaître à l'intérieur d'un intervalle de confiance, déduites des pertes anticipées –la variance–. Elles correspondent au *coût du crédit ex-post*, provoqué par un changement du niveau des pertes moyennes –i.e. un déplacement de la courbe de densité de probabilité–. Ces pertes ne sont pas incluses dans la détermination de la prime de risque en *ex-ante*, c'est-à-dire dans le taux d'intérêt chargé. Mais comme cette variance correspond tout de même à un risque, les règles bancaires distinguent le régime général des provisionnements du régime dit complémentaire. Le premier consiste à contraindre les banques à constituer des provisions dès l'octroi du crédit (0,4% au Japon), ces matelas de capital servant d'amortisseur en cas de réalisation de ces pertes non-anticipées. Ce coût en capital, uniforme pour tout le portefeuille de crédit, ne consiste pas à solidariser les risques entre emprunteurs, mais à appréhender un changement du profil général du risque dans le portefeuille de crédit – ce que décrit un déplacement de la courbe de probabilité de pertes, comme on l'a écrit plus haut.

Cette précision est importante. Plusieurs observateurs de la crise japonaise avaient avancé l'idée que le meilleur moyen de corriger la sous-facturation générale du risque serait d'imposer un relèvement du taux de couverture par les provisions générales, puisqu'après tout, cela contraindrait automatiquement les banques à relever les marges minimales et moyennes exigées sur les emprunteurs. D'après ce que l'on vient de dire, cette approche n'est valable qu'à une condition : si le risque moyen de pertes augmente structurellement. Est-ce le cas au Japon ? oui, au sens où le régime financier japonais évolue vers un modèle classique de finance de marché, dans lequel les défauts sont traités, non pas au sein d'une relation bancaire complète minimisant la mobilisation de capital, mais de manière privilégiée par la liquidation de la relation de crédit et le recours à la faillite légale. Le constat de défaut implique alors immédiatement la reconnaissance de pertes, de sorte que la courbe de probabilité de perte se déplace vers la droite dans un régime de marchés financiers. Pour les prêts non-déclassés –*normaux*–, la règle prudentielle est de constituer des provisions couvrant les pertes anticipées sur l'horizon d'une année, calculées par

les modèles internes des banques³⁴⁰. Il en résulte un taux de provisions générales qui s'est sensiblement relevé avec la crise économique, passant de 0,2 à 0,4%. Un relèvement complémentaire n'est pas nécessairement souhaitable, sous la forme d'un taux de référence plancher supérieur ou sous la forme d'un allongement de l'horizon des pertes à considérer dans le calcul des réserves. Dans le premier cas, au-delà d'un niveau justifié par les changements structurels produits par la libéralisation financière, il sera interprété comme un système de mutualisation des risques entre emprunteurs, dédouanant les banques de leurs responsabilités de sélection des risques. Les dysfonctionnements dans l'offre de crédit dénoncés plus haut, son dualisme, s'amplifieraient. L'impact serait aussi néfaste avec un horizon de pertes allongé. Un horizon temporel court sert à coller les pratiques de facturation du risque à leur évaluation au moment de l'octroi de crédit, de sorte que les marges imposées sont fondées sur l'emplacement de l'emprunteur dans les grilles de probabilité de pertes. Si l'horizon est allongé, la marge imposée par les banques à chaque emprunteur sera davantage définie en fonction de la composante collective du coût du capital des banques que représentent ces provisions générales.

Figure 13 – Probabilité de défaut, pertes anticipées et non-anticipées

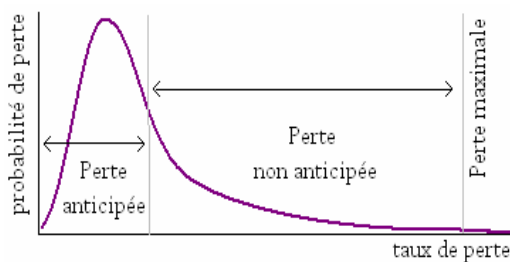
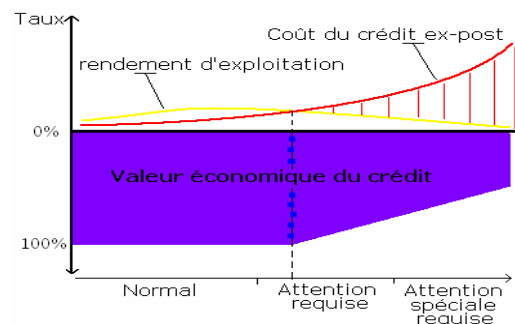


Figure 14 – Valeur économique et coût total du crédit



- Ces provisions bénéficient d'un **statut fiscal** particulier justifié par leur nature. Expriment la variance par rapport au risque moyen facturé via les marges d'intérêt, il est normal qu'elles soient intégrées pleinement aux coûts d'exploitation bancaire et par conséquent, apportées en déduction des profits imposables. Ce statut est également appliqué aux provisions dites exceptionnelles, ou complémentaires des provisions générales. On touche ici du doigt et de manière concrète l'interaction entre la norme de solvabilité bancaire, dont ces avoirs fiscaux sont une des composantes, et les pratiques de crédit. En section 2.4., on a pu voir qu'aux Etats-Unis, les avoirs fiscaux sur ces provisions exceptionnelles peuvent être constitués à hauteur d'une année de pertes et 10% du Tier 1. On a vu aussi qu'au Japon, ce statut fiscal est beaucoup plus souple : ils ne sont pas plafonnés dans le Tier 1 et l'horizon temporel pris en compte pour leur calcul peut aller

³⁴⁰ Source : *FSB Financial Inspection Manual*. Cette règle correspond à la règle appliquée aux Etats-Unis, spécifiée dans les *US Commercial Bank Examination Manuals*.

jusque cinq ans. Leur accumulation produit un risque moral au sens où il permet aux banques sous-capitalisées de fonctionner³⁴¹. Mais cela n'est pas tout.

Pourquoi est-il important que l'horizon des provisions exceptionnelles défiscalisées soit réduit ? D'une certaine manière, ces pertes sont en dehors de la courbe de densité ci-dessus. Elles correspondent toujours à une perturbation des comportements bancaires dans une phase de transition de régime monétaire et financier, technologique et managérial, politique... C'est le cas des pertes produites par l'éclatement de la bulle des années quatre-vingt, par la libéralisation des activités de service, mais aussi plus récemment par la spéculation sur les NTIC. Il est normal qu'elles bénéficient d'un statut fiscal privilégié comme les provisions générales, parce que, comme l'enseigne Schumpeter, puis Keynes, Minsky et d'autres, elles résultent en partie d'un aveuglement inévitable quand les repères qui servent à définir le risque changent. Ne pas les reconnaître comme telles revient à nourrir des comportements bancaires anormaux³⁴². Elles résultent d'une inadaptation des modèles comportementaux traditionnels au nouvel environnement, qui doit être corrigée. La règle prudentielle doit inciter les banques à engager ce changement afin de resserrer la cohérence d'ensemble du système bancaire avec son environnement. Si les règles de provisionnement complémentaire sont trop souples et, comme au Japon, permettent d'intégrer plusieurs années de pertes, les banques n'ont pas d'incitation au changement structurel, à l'adaptation au nouvel environnement. On voit ici que l'avoir fiscal n'est pas seulement un problème classique de risque moral. Il a des conséquences directes sur la pratique du crédit. D'abord, la défiscalisation massive du coût du crédit *ex-post* revient à une mutualisation des risques entre les emprunteurs. Ensuite, cette mutualisation –qui, à l'extrême, correspond à la pratique du convoi évoquée plus haut– maintient des pratiques traditionnelles du crédit pourtant devenues inefficaces. L'avoir fiscal tiré de provisions exceptionnelles sur des pertes associées à une crise de transition mutualise les risques réels implicitement et constitue un obstacle au passage vers un modèle de crédit plus cohérent avec le nouvel environnement, qui s'ajoute aux risques moraux classiques produits par la sous-capitalisation.

- En conclusion de cette partie, que peut-on dire ?

- (1) Il est normal de dissocier le régime des provisions complémentaires du régime général des provisions et le premier ne doit pas être utilisé pour répondre à la sous-tarification des risques ;

- (2) Normaliser le statut de l'avoir fiscal sur les provisions exceptionnelles est absolument crucial, parce qu'en découle la persistance des pratiques de crédit traditionnelles inefficaces ;

- (3) La seule recapitalisation privée des banques –i.e. réduire leur levier d'endettement et responsabiliser les actionnaires– peut ne pas suffire pour amener la réforme du modèle bancaire, conclusion très forte ;

³⁴¹ Cette règle valide le comportement opportuniste des banques quand elles sont protégées de la faillite, puisque le raccourcissement de leur horizon d'anticipation par lequel s'exprime le risque moral est en un sens institutionnalisé.

³⁴² Une crispation de l'offre bancaire, comme sur 1933-37 aux États-Unis, après les traumatismes de la dépression ou, à l'opposé, un risque moral, comme plus récemment au Japon.

(4) Si le statut de l'avoir fiscal n'est pas normalisé –il conduirait une grande partie du système bancaire à la faillite–, la tutelle doit imposer un système de provisionnements cassant explicitement les pratiques de crédit traditionnelles. Pour rompre assurément avec le risque de mutualisation implicite des pertes entre les emprunteurs, il faut individualiser le coût de provisionnement, en passant par (a) une évaluation précise de l'évolution du coût du crédit *ex-post* pour chaque emprunteur en difficulté et (b) l'arrêt du recours aux collatéraux parce que cette pratique de réduction de risque résonne avec les plans de soutien inconditionnés.

In fine, pour éviter de résoudre le problème de l'insolvabilité bancaire, la FSA, dans le seul souci de répondre au risque moral d'une telle situation, va devoir prendre les banques par la main. En leur disant comment elles doivent mobiliser une ressource rare, le capital, quand la situation individuelle d'un emprunteur se dégrade, la FSA minimise le risque moral en poussant les banques à intervenir au plus tôt sur ces emprunteurs (cf. Figure 14). De fil en aiguille, les interventions en amont et cette contrainte de provisionnement au plus près de la valeur réelle des crédits doivent conduire les banques à réviser leurs pratiques de tarification.

4.1.2. Des provisions supérieures aux planchers prudentiels depuis 2003 : un signe d'obsolescence

- La question qu'il faut se poser est donc la suivante : est-ce que les règles de provisionnement complémentaire sont satisfaisantes au Japon ? L'inefficience associée à la sous-facturation du risque par les banques vient du risque de sous-conditionnement des aides consenties. Dans le cas du nantissement, elle découle de la faible incitation des banques à intervenir précocement sur l'emprunteur, quand celui-ci rencontre des difficultés de paiement, laissant la valeur économique du projet se détériorer. Dans les deux cas, l'inefficience croît potentiellement avec le désajustement entre les contraintes de provisionnement et la valeur du projet de l'emprunteur.

- Or **les règles de provisionnement légal sont organisées par paliers** (cf. Encadré 20). Le taux de couverture requis entre les prêts classés *attention requise*, *attention spéciale requise* et *douteux* saute de 4% à 15% puis à 70%. Le classement des emprunteurs étant fondé sur des définitions nécessairement imprécises, les banques sujettes au risque moral peuvent utiliser cette ambiguïté pour surévaluer des créances dont la qualité s'est détériorée. Et quand bien même le classement est correct, les banques peuvent se borner à respecter les minima prudentiel et négocier avec les emprunteurs en difficulté sur la base de ce coût en capital artificiellement réduit. Les besoins de provisions complémentaires sont alors sous-évalués et la solvabilité de la banque surévaluée.

C'est effectivement ce qui a été constaté. Entre FY1998 et FY2001, les inspections de la FSA se sont concentrées sur la qualité des classements, de sorte qu'en 2002, ils étaient globalement respectés. Constatant que les stocks de créances douteuses se régénéraient, l'objectif a ensuite été focalisé sur la qualité des provisionnements, et c'est ce qui a déclenché les pertes affichées en

2003 par les grands établissements³⁴³. Les inspections plus récentes informent que ces écarts d'évaluation ont été fortement réduits en 2005, pour leurs gros emprunteurs. Ils demeurent importants pour ceux des banques régionales et ne sont pas calculés pour les autres emprunteurs, soit la plus grande partie des crédits bancaires ! Compte tenu de la sous-tarifcation persistante des crédits, il est à craindre que ces écarts restent importants. Quelles informations avons-nous ?

Tous les taux de couverture légaux sous-estiment les besoins réels, mais l'écart le plus manifeste est dans ceux appliqués aux prêts non-performants requérant une *attention spéciale*, c'est-à-dire le plus gros contingent des prêts déclassés. Le taux réglementaire de 15% est très en dessous des prix de cession, dont la décote peut atteindre les 60% sur ces classes de prêts. Ces marchés sont illiquides, certes, mais ils pointent du doigt le problème. Les enquêtes de comportements de défaillance sur le crédit que la Banque du Japon mène depuis 1993 lui ont permis de montrer que sur ces catégories de prêts, les provisions qui auraient dû être constituées par rapport au taux de perte moyen effectivement constaté *ex-post* étaient de 16,7% sur la période 1993-97. Or ce taux était déjà critiqué à l'époque. Il n'a pu qu'augmenter avec la poursuite de la chute des prix d'actifs, surtout avec la déréglementation des services et les dépressions de 1998-99 et 2001-02. *Fitch rating* avance en 2002 un besoin de provisionnement proche de 40% sur ces catégories pour la période allant jusque 2000³⁴⁴. Références plus récentes, les inspections de septembre 2003, mars 2004 et septembre 2004 imposent des couvertures sur ces classes de 40%, puis 52% et 50% respectivement, loin au dessus des 15% réglementaires. Ces **fortes corrections à la hausse par les inspecteurs de la FSA viennent de l'application de la méthode DCF depuis 2003**, méthode sur laquelle les inspecteurs doivent se fonder prioritairement³⁴⁵.

- Après les inspections de 2003, qui introduisent réglementairement la méthode DCF, ***l'injection en open-bank de Resona donne un nouveau coup de fouet au relèvement des taux***. A la différence du sauvetage dont la banque bénéficie, hautement contestable sur le principe, le traitement qui est appliqué à ses actifs est exemplaire. Il vise à remédier une fois pour toutes aux pratiques de calcul de la solvabilité bancaire qui posent problème : l'usage abusif des avoirs fiscaux, qui sont totalement liquidés, et le réaligement des taux de provisionnement. Dans les premiers mois de la nationalisation, l'Etat, devenu actionnaire actif, décide de généraliser le plus rapidement possible le calcul des provisions exceptionnelles sur la base de la DCF et de relever les taux de provisionnement de référence que *Resona* se fixe en interne. La source des 1,7

³⁴³ Suite à la faillite de *Ashikaga* en novembre 2003, les inspections révèlent un sous-provisionnement des pertes de l'ordre de 48 milliards de yens pour les créances douteuses (cat III) et de 21 milliards pour les catégories IV. La FSA précise que c'est moins un problème de classement que de provisionnement insuffisant des créances déclassées. Cet ajustement est assez important pour justifier à lui seul la mise en faillite, sans même prendre en compte la suraccumulation des avoirs fiscaux. Source : notes diverses de la FSA sur le cas *Ashikaga*.

³⁴⁴ Source : FitchRatings, *Japanese Banks: a way out ?*, Paris Workshop, October 22th, 2002.

³⁴⁵ Les reclassements imposés génèrent des pertes complémentaires de 1,5 trillions de yens à chacune des précédentes inspections sur site semestrielles, contre 0,4 trillions en septembre 2004 (provisions et effacements additionnés).

trillions de pertes affichées en octobre 2003 vient à la fois de l'annulation des avoirs fiscaux et de ces ajustements : les taux de couverture cibles pour les crédits douteux passent de 65% en mars 2002 à 90%, pour un taux réglementaire de 70% ; quant aux prêts classés *attention spéciale requise*, le taux passe de 30% à 50%. Ces cibles correspondent aux résultats moyens des inspections et sont un peu au dessus des matrices de pertes des banques publiées par la FSA³⁴⁶. Les autres banques sont, du coup, plus ou moins contraintes de suivre les pratiques de *Resona*, devenues la référence pour les marchés. Pour les prêts requérant une attention spéciale, d'un taux moyen affiché de 30% en décembre 2003 –soit déjà deux fois supérieur au taux légal–, elles fixent une cible moyenne de 50% –de 80% pour les créances douteuses–³⁴⁷. Notons que la manière dont les défauts bancaires sont résolus compte pour beaucoup dans le rythme de pénétration des nouvelles pratiques bancaires. La pression vient certes du marché, mais elle est surtout institutionnelle : l'accélération du traitement des pertes d'un groupe bancaire de la taille de *Resona* déclenche des négociations nombreuses avec des gros emprunteurs multi-créanciers et provoque des révisions de perte et des traitements nombreux chez les autres banques (gouvernance et modèle de crédit). Dans un second temps, les inspections précisent davantage leurs recherches en vérifiant le mode de traitement de ces crédits. Cet effet boule de neige déborde moins sur les prêts consentis par les banques régionales, dont la clientèle est différente. Ceci corrélé avec une pression des inspections sur site moindre, les établissements régionaux sont moins incités à relever leurs taux de provisionnement et donc, à changer leurs pratiques tarifaires. Ces taux fluctuent ainsi entre 20 et 30% pour les créances requérant une *attention spéciale*.

- Les niveaux de provisions ont été réévalués à plusieurs reprises, sous la pression des inspections et du traitement des crédits de *Resona* par le DIC, qui en faisant apparaître des taux de référence très supérieurs aux planchers réglementaires, a contraint les banques à relever leurs estimations de pertes. Dans les deux cas, il ne s'agit pas de pressions continues ou sur une base suffisamment large du portefeuille. L'introduction de la méthodologie DCF a également poussé à relever ces taux de provisionnement. C'est la seule base légale capable d'imposer une pression continue et sur l'ensemble des crédits. Pour cette raison d'ordre prudentiel, et parce que son introduction est emblématique de l'irréversible évolution du modèle bancaire japonais vers la relation à l'acte, on doit s'y intéresser.

4.1.3. La méthodologie DCF pour réduire les arbitrages prudentiels : principes et pertinence de son emploi au Japon

- On présente ici les particularités de la méthodologie DCF à travers une comparaison en trois points avec l'approche alternative FVA qui, elle, est appliquée aux titres. Ce parallèle permet d'exposer les problèmes particuliers posés par une évaluation 'en continue' de la valeur économique d'un actif crédit. Il permet aussi de montrer comment l'approche DCF résorbe les possibilités d'arbitrage prudentiel

³⁴⁶ Voir les notes semestrielles de la FSA : *Non Performing Loans Situation of Large Banks* et *Self Assessment of Risk Management Loans*, qui donnent ces matrices depuis FY2001. Fukao [2003] s'en sert pour estimer la surévaluation des ratios de fonds propres. Ses résultats pour 2002 correspondent aux taux cibles des grandes banques en FY2005.

³⁴⁷ Les évaluations de marché (cf. FitchRating op. cité) recommandaient que, quel que soit le scénario, toutes les créances douteuses devaient être couvertes à 100% tant les entreprises déclassées sont en général détériorées.

existantes dans l'ancien régime des provisions complémentaires, et qui sont susceptibles d'être utilisées comme vecteur de risque moral quand la norme de solvabilité est relâchée et/ou quand le contexte monétaire est marqué par les taux zéro. Cette approche n'est pas plus conservatrice, mais en améliorant la divulgation des prêts non-performants, elle incite davantage les banques à relever la qualité de leur traitement. En atténuant le risque moral, elle justifie mieux *ex-post* l'accumulation d'avoirs fiscaux. C'est pour ça qu'au Japon, son usage croissant se traduit dans l'immédiat par un alourdissement des taux de couverture des créances à risque sans relâchement de la règle de paiement.

- La méthodologie DCF (*Discounted Cash-Flows*) est introduite pour la première fois dans la réglementation bancaire aux Etats-Unis en 1993, c'est-à-dire en pleine résolution des crises bancaires touchant les *city-banks* et les banques régionales, suite à l'éclatement de bulles immobilières à la fin de la décennie précédente³⁴⁸. La principale motivation des autorités est alors de développer les activités de cession de crédit et de réduire la sensibilité de l'offre bancaire aux prix de l'immobilier... exactement comme au Japon. Son intégration dans les usages internationaux date de 1998 et 1999. Elle est cependant traitée à égalité avec les deux autres méthodes³⁴⁹, parce que sa référence obligatoire impose d'emblée l'adoption du modèle de la relation à l'acte par les systèmes bancaires et l'existence de marchés financiers liquides. L'IAS 39 est révisée en 2002 pour inclure une version plus raffinée, permettant d'élargir l'usage de la méthodologie dans le portefeuille de crédit des banques, en définissant une pratique de réévaluation par *pool* de crédits (*Recognition of collective impairment*).

- Sur le principe, la méthodologie DCF n'a rien de nouveau. Elle vise à valoriser le crédit en fonction de sa valeur économique, i.e. la valeur courante actualisée des *cash-flows* nets futurs que ce crédit génère. L'annexe n°20 présente un modèle simplifié de son fonctionnement. Il s'agit donc simplement d'une extension aux crédits de la méthode d'évaluation des obligations, des actions, et des actifs financiers négociés sur les marchés, rendue possible par les progrès technologiques, en matière de traitement informatique des données. Il existe néanmoins quelques différences avec la méthode de *Fair Value Accounting* (FVA) appliquée aux titres. Sur le principe, les réglementations précisant le contenu d'une valorisation DCF ne cherchent pas à ce que celle-ci colle à un prix de marché courant (pas de référence *mark-to-market*). C'est une méthode fondée sur les historiques de perte, où les informations du marché, comme les notations d'agences et les cours boursiers, peuvent être utilisés comme input pour améliorer les modèles de prédiction. Il existe une autre différence qui tient à la référence utilisée pour le taux d'actualisation. En FVA, il s'agit du taux de référence courant du marché, puisque cette méthode intègre à la fois le risque de contrepartie et le risque de taux. Ce n'est pas le cas de la méthode DCF, puisque dans les activités

³⁴⁸ Le document comptable de référence est : American Institute of Certified Public Accountants : *Exposure draft, proposed statement of position : allowance for credit losses*, Accounting Standards Executive Committee Report, 2002.

³⁴⁹ Basel Committee on Banking Supervision Report: *Sound Practices for loans accounting & disclosures*, 1999. International Accounting Standard Committee (IAS) : Financial instruments, recognition & measurement, Report n°39-1998, amendé en 2002.

de crédit, les banques séparent strictement le risque de défaut du risque de taux, dont les provisionnements afférant sont évalués en continu, sur les marchés monétaire et obligataire³⁵⁰.

● L'intérêt de l'approche DCF pour le superviseur est appréhendable à travers **trois différences techniques par rapport à la méthode conventionnelle** de provisionnement complémentaire :

(1) **L'horizon sur lequel les provisions légales doivent être établies** : dans les méthodes conventionnelles, la période à considérer est fixée par la réglementation et oscille selon les classes de prêts et d'emprunteur, les types d'établissement et les pays entre un, trois et cinq ans³⁵¹. En principe, plus le prêt et l'emprunteur sont déclassés par rapport aux meilleures notations, plus cet horizon s'allonge. Les contraintes de provisionnement croissent donc de manière exponentielle et par sauts, et si l'emprunteur se place soudainement sous la protection d'une loi de faillite, la banque doit réaliser immédiatement 100% des provisions à cause de cette rupture dans les flux de cash. Au contraire, l'approche DCF prend comme horizon d'anticipation des pertes l'échéance du crédit, de sorte qu'au premier déclassement de celui-ci –catégories *attention requise* et *attention spéciale requise*–, les pertes anticipées sur lesquelles se fonde le calcul des provisions sont plus élevées. Dans le cas décrit plus haut, on voit bien que l'approche conventionnelle convient à un environnement de relation de crédit à l'engagement, où la faillite légale est une solution ultime, peu pratiquée, car non-perçue comme un mode de négociation. Quand les relations de crédit à l'engagement ne fonctionnent plus et que le seul mode de traitement est la faillite, la discontinuité des contraintes de provisions crée la possibilité d'un arbitrage prudentiel³⁵².

(2) **Les flux de revenus et de pertes anticipés sont actualisés dans l'approche DCF, et non simplement sommés**. Le surcroît de pertes sur lesquelles les provisions sont calculées – dû au point (1)– a un impact sur la solvabilité des banques atténué, parce que ces pertes sont pondérées par un facteur inférieur à l'unité. L'approche actuarielle contient aussi un élément incitatif : les concessions de taux ou remises de dette à terme dans un plan de sauvetage, promises en contrepartie d'efforts de restructuration réels préalables, ne sont pas traités de la même manière que les aides financières immédiates. Ces pertes actualisées induisent moins de

³⁵⁰ On relève ici que cette séparation renvoie à la distinction de principe entre le fonctionnement d'un marché de titres de dette et un marché de crédit. Dans le premier, les fluctuations de taux modifient la valeur des titres. Valorisation des dettes et liquidité –perspectives de la liquidité définies par la banque centrale– sont indistinctes, de sorte que c'est cette liquidité qui détermine directement la capacité d'émission de titres. Sur un marché du crédit, les fluctuations de taux ne modifient pas la valeur des crédits déjà placés, mais leur impact sur les capacités d'emprunt est indirect, puisqu'il passe par l'impact sur la liquidité bancaire et la capacité de renégociation des dettes par les emprunteurs. Il s'ensuit que la relation positive entre solvabilité et liquidité est moins forte. La FVA appliquée au crédit introduirait cette dimension pro-cyclique de la liquidité à l'intérieur des actes de crédit, en rendant possible une valorisation de marché d'un prêt supérieure à sa valeur faciale. On peut se référer à Jackson & Lodge [2000] pour une présentation des termes du débat relatif à l'opportunité d'appliquer la FVA au crédit.

³⁵¹ Un et trois ans pour le Japon (cf. p.410). De un à cinq ans pour les Etats-Unis. Cet allongement permet de réduire les risques d'arbitrage prudentiel quand les banques ont le choix entre les méthodes conventionnelles et DCF.

³⁵² Ceci, indépendamment des propriétés de la procédure, praticable ou pas, pro-crédancière ou pro-emprunteur...

provisionnement, de sorte que si elles sont effectivement réalisées –parce que l'emprunteur a respecté les conditions préalables–, elles seront imputées en même temps que la notation de l'emprunteur se relèvera, atténuant *in fine* l'impact des concessions de la banque sur la rentabilité globale de son crédit.

(3) ***La méthode DCF couvre la différence entre les cash-flows et les pertes anticipées, et non pas seulement ces pertes latentes.*** Parce que cette méthode intègre dans les contraintes de provisionnement la totalité des implications d'un plan de restructuration, son introduction allège les charges de provisionnement sur les actifs classés *attention requise* et *attention spéciale requise*. L'impact le plus important est surtout que la sensibilité de l'approche DCF au contexte monétaire est moindre : quand une banque concède une réduction des taux d'intérêt sur la dette d'un emprunteur, l'approche DCF impose des provisions immédiates équivalentes à la somme actualisée des revenus d'intérêt abandonnés. Dans l'approche conventionnelle, en l'absence d'un prix de marché pour le risque de crédit, il est difficile de dire quelle est l'ampleur de la perte à provisionner, puisque la réduction de taux peut être justifiée par la banque, par une amélioration de la qualité de l'emprunteur. Dans un système de provisionnement séparant les flux de revenus et de pertes anticipés, cette difficulté de jugement impose de reconnaître de pertes que si la réduction de taux consentie produit une baisse du rendement brut en dessous du coût de chargement d'une dette pour la banque. Cet écart représente alors une perte objective. Ici, le coût du crédit *ex-post* est donc très sensible aux conditions monétaires et plus ces taux sont bas, plus les banques consentiront facilement des rabais, l'impact sur la solvabilité des banques étant atténué dans l'immédiat et reportée sur la rentabilité d'exploitation³⁵³. Au Japon, la réglementation définit ce coût de chargement par le taux d'escompte de la banque centrale... !

4.1.4. Pourquoi la tutelle japonaise n'associe pas plus la méthodologie DCF au cadre prudentiel ?

- La méthodologie DCF est emblématique de l'évolution du modèle bancaire vers la relation à l'acte, en soi et parce qu'elle appelle une dynamique de transformations institutionnelles : (i) sa mise en place repose sur la capacité du système juridique à satisfaire sans coût une forte demande de droit des investisseurs ; son efficacité sur le plan prudentiel se renforce (ii) avec le développement de la liquidité financière, en particulier, des marchés de cession, (iii) avec la cohérence interne de la règle de faillite bancaire, notamment le respect de sa dimension microéconomique. Ces trois points expliquent pourquoi la FSA rechigne à généraliser ce mode de valorisation à tous les crédits déclassés.
- Par sa prétention à pouvoir donner un prix à un crédit à n'importe quel moment de sa durée de vie, elle ***révolutionne la manière de concevoir la relation bancaire***. L'accolement de la contrainte légale de provisionnement à l'évolution de la valeur économique du crédit impose de développer des modèles internes d'évaluation du risque capables de définir des matrices de

³⁵³ Ohashi & Singh [2004] relèvent que la politique de taux zéro, en réduisant à presque rien le coût de chargement d'une perte, revient pour les banques à vendre une option *put* sur un crédit à problème, puisque le conserver ne coûte rien dans l'immédiat tandis qu'il peut rapporter si la valeur de l'entreprise se redresse.

migration temporelle de la qualité des crédits par profil de prêt et d'emprunteur. L'appréhension du risque se fait au travers d'analyses standardisées permettant de comparer la performance de l'entreprise à celle de populations de référence dont on a observé le risque statistique. Dans cette conception de la relation de crédit, chaque opération de financement constitue un *acte indépendant* de la banque vis-à-vis de son emprunteur. La gestion du risque repose ici sur le principe d'assurance et sur la loi des grands nombres. L'efficacité de ce modèle de relation de crédit dépendra de deux principes : la capacité des banques à diversifier leurs risques, mais aussi, plus en amont, leur capacité à réduire l'incertitude et la variance des probabilités de perte : leur réduction implique celle du coût du crédit anticipé et donc, avec un même engagement en capital sans accroissement de leur prise de risque, un développement plus important du crédit.

La possibilité d'appliquer une tarification statistique du risque de défaut dépend donc crucialement de l'efficacité des instruments de mesure et de la rapidité de réaction vis-à-vis de la clientèle. C'est la notion de *perte maximale* qui n'existe pas dans la relation à l'engagement, mais qui devient centrale dès qu'on entre dans une gestion assurantielle du risque de crédit.

Pour ***plafonner le risque de perte***, sa gestion se fait au travers de conditions contractuelles contraignantes permettant une sortie de la banque en cas de détérioration du risque de l'emprunteur. Ce sont les *covenants*, conditionnalités *ex-ante*, sorte de règle PCA privée appliquée par les banques à leurs emprunteurs. Cette prise de risque limitée réduit l'incertitude sur le coût d'un défaut, permet de standardiser les caractéristiques des dossiers de crédit, donc de préciser les contours des risques associés, de leur donner un prix interne et de les mettre en concurrence au sein d'un marché interne bancaire. Le processus d'allocation des risques, ainsi décentralisé, assure une forte diversification au niveau agrégé, qui s'oppose à la structure de décision horizontale des banques à l'engagement. Vu de son côté, la banque rapproche les caractéristiques de ses contrats individuels de celles d'un contrat complet au niveau agrégé.

L'efficacité du système bancaire croît avec le ***développement des marchés de cession*** de crédit puisqu'il s'agit là d'autant d'opportunités pour les banques de maîtriser leurs propres risques. On voit bien que l'approche statistique du risque imposée par la méthodologie DCF, se conforme aux exigences de standardisation et de transparence des marchés. Plus en amont, cette évolution produit aussi une ***forte demande de droit*** pour garantir l'exécution des *covenants*. Elle s'exprime avant tout par la capacité pour les agents de recourir à la règle de faillite. Le point (1) de la section précédente relève les interactions entre la méthodologie DCF introduite et les nouvelles lois de faillite : en s'attaquant aux pratiques de banque à l'engagement chacune par un point différent, ces deux institutions mettent de plus en plus en évidence leurs dysfonctionnements, contraignent les banques à modifier ces pratiques, si la norme de solvabilité bancaire est assez dure.

- La seconde vague de réforme des lois de faillite au Japon intervient précisément au moment de ***l'introduction de la méthodologie DCF***. En 1999, le JICPA avait sorti un premier document

proposant le recours à cette méthodologie pour les prêts classés *attention requise* ou moins³⁵⁴. Mais il ne contenait pas de recommandations d'usage assez détaillées pour être intégré dans les usages prudentiels reconnus par la FSA. Les experts de la Banque du Japon la mettent à nouveau en avant en 2002, explicitement comme un moyen de stabiliser l'offre bancaire, et d'imposer le relèvement de la rentabilité du crédit (BoJ [2002b]). Son introduction officielle date de son intégration dans les manuels d'inspection de la FSA, le 25 février 2003 suivant de nouvelles recommandations de la JICPA³⁵⁵. Leur usage devient obligatoire, à compter d'octobre 2003, pour tous les prêts non-performants aux gros emprunteurs des grandes banques, et non-obligatoire mais privilégié pour ceux des banques locales et d'une manière générale, recommandé pour tous les crédits dès qu'ils sortent de la catégorie *normale* d'origine (cf. Tableau 10).

Tableau 10 – méthodes de provisionnement par type de prêt imposé par la FSA depuis 2003

Catégorie de prêts	Grands emprunteurs des grandes banques	Petits emprunteurs des grandes banques & emprunteurs des banques régionales
Normaux	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Règle : méthode conventionnelle ▫ En principe pertes historiques ou taux de défaut sur l'horizon d'1 an. 	
Attention requise	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Règle : méthode conventionnelle ▫ En principe pertes historiques ou taux de défaut sur la maturité moyenne des crédits à l'emprunteur. ▫ En pratique, provisions générales : horizon d'1 an de pertes accepté. ▶ 2003 : Possible : Principe DCF ▶ 2003 : Règle : pour les crédits aux emprunteurs remontés dans l'année dans cette catégorie, la règle antérieure est maintenue 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Règle : méthode conventionnelle ▫ En principe pertes historiques ou taux de défaut sur la maturité moyenne des crédits à l'emprunteur. ▫ En pratique, provisions générales : horizon d'1 an de pertes accepté. ▶ 2003 : Possible : Principe DCF
Prêts non-performants	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Règle : Principe DCF ▶ Possible : quand la DCF est inapplicable, pertes estimées individuellement sur l'échéance moyenne de l'emprunteur. 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Règle : méthode conventionnelle ▫ En principe pertes historiques ou taux de défaut sur la maturité moyenne des crédits à l'emprunteur. ▫ En pratique, horizon de 3 ans de pertes accepté. ▶ 2003 : Possible : Principe DCF

Nota : Officiellement un gros emprunteur a 10 milliards de passifs ou plus. Source : FSA Inspection Manuals

- Les banques japonaises avaient mis en place dès 1996 des modèles internes sophistiqués capables d'adopter de telles pratiques de provisionnement et de tarification (Nishigushi, Kawai & Sazaki [1998]). Mais jusqu'à aujourd'hui, elles se sont peu conformées aux prédictions de ces modèles, à la fois pour tarifier les risques et, en aval, pour évaluer les provisions requises³⁵⁶. Les raisons derrière cette résistance sont les mêmes que celles qui expliquent les hésitations de la

³⁵⁴ JICPA *Special Committee on Bank Audit Report n°4*, 1999.

³⁵⁵ JICPA, *Audit considerations with respect to the discounted cash flow method used to determining allowance for credit losses by banks and other financial institutions*, february 24th, 2003.

³⁵⁶ En décembre 2001, les enquêtes de la Banque du Japon auprès des auditeurs internes des banques révélèrent que les modèles de risque n'étaient significativement utilisés comme repère pour tarifier les crédits qu'à 54%. Ce taux a légèrement augmenté depuis 2003, depuis l'introduction de la méthodologie DCF dans les manuels d'inspection.

tutelle à généraliser la méthodologie DCF et l'utiliser pour sanctionner les écarts de provisionnement. Il existe trois arguments :

(1) Le premier et le plus important est exprimé à travers l'Encadré 21 : la réforme des pratiques de crédit dépend principalement de **la mise en cohérence des trois ensembles de règles** qui l'encadrent –la norme de solvabilité bancaire, les lois de faillite d'entreprise et les règles de provisionnement–. Cette mise en cohérence s'est renforcée sensiblement sur FY2000-03, mais d'une part, la baisse du coût de fonctionnement des procédures de faillite concerne seulement le redressement légal, tandis que les procédures de liquidation, qui concernent davantage les petites entreprises, ne sont pas réformées avant FY2005. Ensuite, la crédibilité du durcissement à moyenne échéance de la norme de solvabilité –l'allongement de l'horizon d'anticipation des actionnaires bancaires– dépend crucialement de celle d'une tutelle non-indépendante. C'est la même histoire que la transition des PECO vers le capitalisme : le marché laissé à lui seul ne reconnaît pas les bonnes règles de comportement (crise de transition russe), car celles-ci doivent être apportées d'en haut, par l'acteur public, en même temps pour tout le marché (Pologne). Dans le cas du Japon, où les acteurs les plus fragiles saisissent la moindre opportunité d'arbitrage de régulation, la méthodologie DCF aurait dû être imposée à toutes les banques et dès le premier déclassement d'un crédit, au lieu d'être facultatives pour la grande majorité des prêts déclassés.

(2) La faiblesse de toute organisation bancaire, et plus encore quand elle repose sur une gestion assurantielle du risque de crédit, est que **les ruptures dans l'environnement institutionnel**³⁵⁷ sont prises en compte dans le coût du capital au niveau agrégé, non pas dans la structure des pertes théoriques. Au Japon, les changements de plans comptables d'entreprise, la crise immobilière, la libéralisation des services, la pression nouvelle des autres banques sur les emprunteurs et la baisse du coût d'accès à la faillite, sont autant d'événements déformant les comportements statistiques antérieurs de défaut et de profil de pertes. Si la liquidité des marchés de cession avait réellement été encouragée par la FSA dans les années antérieures, son incapacité à utiliser les modèles internes pour sanctionner le sous-provisionnement qui se cache derrière la sous-tarification des risques, aurait été réduite, parce que les ruptures éventuelles dans les profils de risque auraient été évaluées par les marchés, et non en interne par les banques.

(3) La FSA impose aux banques bénéficiaires d'injections –toutes les grandes banques– des **objectifs de développement du crédit aux PME**, depuis 2001, incompatibles avec la dimension microéconomique de la règle de faillite bancaire. Cette déviance leur permet de légitimer leur sous-tarification du risque, sans qu'il soit possible d'en vérifier l'impact réel. La FSA doit être prudente quand elle engage des injonctions, car l'incohérence des objectifs imposés aux banques peut devenir un argument d'objection légale, qui paralyserait l'action du superviseur.

³⁵⁷ Hors impact direct du contexte monétaire sur la valorisation des crédits.

4.2. Des activités de cession des créances douteuses volontairement restreintes... limite à l'efficacité de la réforme 'par le bas'

- On s'intéresse maintenant à ce qui aurait dû être le second levier de la réforme bancaire structurelle 'par le bas' : l'incitation à externaliser les pertes bancaires. L'existence de marchés liquides couplée à la méthodologie DCF aurait permis à la tutelle de mieux influencer les comportements de crédit, sans durcir la norme de solvabilité. Après une présentation des options de traitement des pertes existantes, on observe dans les données que la pire solution a été privilégiée au Japon : le traitement en interne. C'est en fait la conséquence directe du refus de la faillite bancaire. Avec un aléa de moralité sur une offre bancaire dans laquelle les relations de crédit sont peu formalisées, les marchés des cessions n'avaient aucune chance de se développer sur une base purement privée (4.2.1). Il fallait recourir à des intermédiaires développeurs que sont les structures de cantonnement publiques. Or on voit que ces dernières ont eu un faible succès, alors qu'elles existaient dès le début de la crise et alors que les autorités semblaient les promouvoir, parce que leurs statuts étaient volontairement inadaptés (4.2.2).

4.2.1. Le mauvais choix du Japon : une prédilection pour le traitement en interne

- Pour traiter leurs pertes, les banques ont le choix entre cinq grandes options :

- (1) ***Le traitement en interne dans le cadre des relations commerciales courantes ;***

- (2) ***Le traitement en interne par un département ou une filiale spécialisée :*** les pertes du réseau commercial sont reconnues, et leur isolement dans l'organisation bancaire permet de désolidariser la gestion courante des crédits des activités de recouvrement et de restructuration. Il n'y a cependant aucun isolement comptable formel et, dans cette solution, la déconnexion réseau commercial/structure spécialisée réduit les risques moraux et renforce les mécanismes incitatifs seulement si les structures de gouvernance de la banque identifient clairement les responsabilités de gestion et les objectifs de chacun des deux pans de l'organisation bancaire ;

- (3) ***Le traitement en solution mixte,*** à travers une structure indépendante dont la détention du capital est partagée avec d'autres acteurs : c'est notamment le cas des filiales de capital-risque établies par les banques en partenariat avec des fonds de redressement, banques d'affaire ou d'investissement. Il y a à la fois un isolement comptable et une cession partielle définitive des pertes et bénéfices potentiels associés à la résolution des défauts. Cette solution garantit une reconnaissance totale des pertes et leur traitement en profondeur. Elle est employée, en général, pour importer un savoir-faire dans le domaine de la restructuration et conserver le client dans la sphère d'intérêt de la banque, tout en limitant le coût en capital de cette implication ;

- (4) ***Le traitement externe par titrisation*** des prêts non-performants. Cette solution implique la cession définitive de la totalité des risques, mais maintient la banque comme agent fiduciaire et, notamment, comme intermédiaire de gestion de la solution de défaut. Cette

solution implique un haut niveau de standardisation de l'analyse du risque et des relations de crédit –application de la méthodologie DCF– et une forte crédibilité de la banque dans l'application de ces standards. Elle intervient idéalement dans un contexte prudentiel stabilisé au sein duquel les banques développent des relations de crédit à l'acte ;

(5) ***Le traitement externe par cession pure et simple*** des prêts non-performants.

Comme cette solution implique la cession des droits de propriété et de gestion, elle peut se développer sans que les banques aient atteint un niveau élevé de standardisation des activités de crédit. Par contre, elle implique un environnement prudentiel stabilisé ou, au moins, fournissant aux investisseurs des instruments comptables et juridiques assurant la transparence nécessaire au calcul de la valeur économique du crédit. Pour ces raisons, ces cessions interviennent principalement dans le cadre d'une relation bilatérale, le repreneur étant soit une structure de cantonnement publique –la RCC au Japon–, soit un autre investisseur, comme une banque ou un fonds de capital-risque.

• A partir de la solution (3), la problématique du traitement des pertes est isolée de celle du risque moral sur l'offre bancaire, de sorte que si les banques accumulent de nouvelles pertes, ce sera sur la partie saine de leur portefeuille de crédit et sur les nouveaux prêts. Ce sont donc ces solutions que le Japon aurait dû choisir prioritairement puisque, dans ce cas, la crise du modèle de relation de crédit aurait été clairement identifiée par les directions bancaires comme l'origine du problème des prêts non-performants. En même temps, la solution (4) de traitement en masse par titrisation est exclue parce qu'elle implique que la crise structurelle soit complètement résolue, le cadre prudentiel stabilisé et l'offre de crédit hautement standardisée³⁵⁸. Restent les solutions de partenariat (3) et de cession pure et simple (5). Celles-ci n'impliquent pas nécessairement un cadre prudentiel stabilisé. Par contre, elles imposent une forte pression prudentielle à la révélation des pertes et, en parallèle, que des outils de restructuration à la disposition des investisseurs. En

³⁵⁸ Les émissions de prêts non-performants titrisés sont quasiment inexistantes. Elles se limitent aux crédits les plus simples et standards, principalement les crédits hypothécaires aux particuliers. Des problèmes juridiques à résoudre existent, pour certains traités par les autorités depuis 2003 :

- (1) La loi japonaise impose à un investisseur de déclarer comme telle toute créance douteuse acquise, même si sa valeur d'achat correspond à sa *fair value*. Ceci rend les institutions financières japonaises frileuses et les contraint à surprovisionner un actif déjà décoté. La solution, une définition prudentielle reconnaissant la *fair value* d'un crédit, existe depuis que la méthode DCF a été introduite dans les manuels d'inspection de la FSA et rendue obligatoire pour les prêts non-performants des grandes banques ;
- (2) La propriété juridique des revenus des crédits titrisés n'est pas assurée parce qu'ils sont d'abord versés à la banque, qui ne les reverse aux nouveaux investisseurs que dans un second temps. Les droits de ces derniers et leur représentation en cas de faillite de l'emprunteur ne sont donc pas assurés. Les flux de revenus courants peuvent aussi être utilisés pour payer les dettes du défaillant et non mis à la disposition des détenteurs de titres.
- (3) Ce deuxième point est lié à un problème plus général de traitement des clauses contractuelles attachant la banque et l'emprunteur nominativement et exclusivement (*liens* en anglais), comme les clauses de confidentialité et les garanties non-transférables, très courantes au Japon du fait du système de banque principale.

Après le *Financial Rehabilitation Program* de Takenaka d'octobre 2002, la Banque du Japon a pris l'initiative de créer un Comité informel au sein duquel les maisons de titres et principales banques travaillent à l'élaboration de standards d'émissions et règles de transparences. Un premier point avait été publié en avril 2004 : *Report on the Workshop on Securitization*, Bank of Japan Financial Market Department, may 5th 2004.

particulier, le cadre prudentiel, fiscal et juridique des opérations de cession d'actif des banques et des *debt-equity-swap* doit être clarifié, et les procédures de faillite doivent être à la fois praticables et assez souples pour être utilisées comme des instruments de restructuration.

- Dès lors que l'option des injections en *open-bank*, choisie par la tutelle japonaise en 1999, ne reconnaît pas la dimension structurelle de l'insolvabilité bancaire, elle privilégie d'emblée ***une option du traitement en interne des pertes inadaptée aux nécessités de la crise***. Le Graphique 58, notamment, montre que ce choix est manifestement privilégié depuis le début jusque dans la dernière phase de la réforme structurelle. De 1992 jusque 2001, les prêts non-performants sont principalement conservés au sein du réseau commercial ou dans les structures régionales centrales des réseaux d'agences (solution (1) de l'encadré). A partir de 2002, ils sont massivement transférés par les banques vers des filiales spécialisées détenues à 100%, créées entre 2002 et 2003 explicitement pour traiter ce problème (solution (2)). En théorie, c'est un progrès substantiel dans le traitement des pertes. En y regardant de plus près, on a vu que cette solution de traitement en interne était inadaptée : le gouvernance ne permettait pas –et ne permet toujours pas– de compenser une règle de solvabilité bancaire molle et par conséquent, de justifier les privilèges prudentiels conférés aux pertes traitées dans ces structures. En permettant aux banques de relâcher leur pression sur les emprunteurs bénéficiant d'aménagements financiers, l'intérêt effectif du passage de la solution (1) à la solution (2) a lui-même diminué avant de disparaître tout à fait avec la liquidation de ces filiales. La prédilection affichée par la FSA pour cette option à partir de 2002 est significative des attermolements d'une tutelle bancaire oscillant constamment entre durcir la pression sur les banques et atténuer l'impact immédiat de la crise bancaire sur l'économie réelle. Voici une illustration concrète de l'inefficacité de la politique bancaire quand la crédibilité de son objectif prudentiel est entachée par l'existence d'un objectif macroéconomique.

Ces structures ont permis de développer des activités de capital-risque des banques en partenariat avec d'autres investisseurs (solution (3))³⁵⁹. Ces solutions ont deux avantages pour elles. Le premier est de retrouver une expertise dans la banque d'affaire et d'investissement, à travers les techniques de gestion développées par les grandes banques et fonds de redressement américains et européens³⁶⁰. Le second, quand il s'agit de partenariat de capital-risque, est de minimiser les fonds propres bancaires à mobiliser dans les opérations sur le capital de l'emprunteur, comme le *debt-equity-swap*. Mais cela ne concerne qu'un nombre réduit d'emprunteurs en difficulté. Tout se passe donc comme si les établissements nippons développaient deux modèles bancaires en parallèle et de manière indépendante, sans rechercher la cohérence d'ensemble qu'elles devraient.

³⁵⁹ Toutes les grandes banques et certaines banques régionales comme *Shizuoka* ou *Bank of Yokohama* ont développé des accords de partenariat avec des investisseurs étrangers, les principaux étant les banques d'affaire *Goldman Sachs* et *Morgan Stanley* et les fonds *Lone Star* et *Cerberus*.

³⁶⁰ Paradoxalement, ceux-ci disposent d'une avance sur leurs consœurs japonaises car tout le cadre juridique et prudentiel des activités bancaires, de la méthodologie DCF aux lois de faillite, est constitué d'institutions importées.

Encadré 22 : Le marché japonais des cessions de collatéraux de crédit

• Historiquement, le premier marché de cession est celui des collatéraux de crédit. Il concerne principalement la remise sur le marché par les banques de garanties apportées par des emprunteurs voués à être liquidés –principalement des PME–. Ce marché est apparu avec la liquidation des *jusens* engagée en 1996, mais ne connaît pas de véritable essor avant l'introduction de la *Financial Revitalization Law* de 1998. Il se développe sous l'impulsion simultanée des nouvelles règles de classification des crédits, du *capital crunch*, et de la déréglementation des services, qui poussent à la liquidation nombre de petits emprunteurs. L'évolution de ce marché permet de révéler plusieurs problèmes d'ordre microéconomique sur les conditions d'exercice des droits de nantissement des banques et, plus en amont, sur la pertinence des pratiques de collatéralisation immobilière au Japon. Les premiers acheteurs, historiquement et quantitativement, sont des fonds étrangers dont les offres, établies sur des bases très conservatrices, leur permettent de dégager un rendement de 30 à 50% (Ohashi & Singh [2004]). Après 1998, ces rendements internes globaux baissent et se normalisent en tombant sous les 10%, sous l'effet de la concurrence accrue sur ce marché³⁶¹. Mais **si les prix de cession se relèvent, ils n'atteignent pas un niveau correspondant aux taux de rendement théoriques déduits des prix de référence publiés par les organismes officiels**. Enfin, malgré ce *pricing gap*, les volumes de cessions se tarissent à partir de 2002. Comment expliquer ce phénomène ?

(1) **Les collatéraux immobiliers les plus faciles à vendre sont vendus**. Le marché de l'immobilier des grandes villes japonaises est structurellement moins liquide que ceux des principales capitales des pays riches. Deux des raisons sont le manque de normes de construction et le manque d'information fiable sur les prix du marché, les indices officiels fournis étant construits à usage fiscal et non pour refléter l'état du marché. Et cette absence de prix de référence concerne autant les prix de cession que les prix de location (Aveline [1998]). Pour qu'un investisseur décide d'entrer dans la promotion et le négoce immobilier, le coût d'acquisition de l'information nécessaire à la formation des vendeurs et au jugement sur la valeur des actifs est élevé et s'étale sur plusieurs années. Ces difficultés accroissent l'incertitude sur la valeur des actifs et pressent à la baisse les prix d'acquisition par les nouveaux entrants qui, n'ayant pas été touchés par la bulle, sont aussi les seuls à pouvoir acquérir ces actifs. Les collatéraux les plus faciles à vendre ne sont donc pas les meilleurs, mais ceux évaluables : typiquement ceux intégrés aux grands ensembles modernes, où l'offre est standardisée et où des transactions existent sur les prix desquelles on peut se référer. Comme la plupart de ceux-ci datent des années quatre-vingt et appartiennent aux grandes entreprises, alors que ceux que les banques liquident appartiennent surtout à des PME ou petits commerces, le stock des cessions possibles est limité³⁶².

(2) Le **coût d'accès aux procédures légales de faillite et de saisines** de collatéraux est très élevé et explique que les banques refusent aussi de saisir les garanties immobilières des grands emprunteurs, garanties pourtant en moyenne plus facilement évaluables. Ce point est discuté au début du chapitre suivant. Notons ici que les réformes de procédures légales de redressement de 2000 et 2003 ont un impact limité, et indirect seulement, car les emprunteurs concernés par ce marché sont voués à la liquidation. Or la réforme des procédures de liquidation n'est entrée en vigueur qu'en 2005 (cf. Encadré 1).

(3) La réduction des opérations de cession d'actifs est corrélée dans le temps au **transfert des créances douteuses des banques vers leurs filiales de cantonnement** à partir de fin 2002. On peut ainsi penser que le privilège de traitement en matière de provisionnement accordé aux créances ainsi transférées a véritablement été utilisé comme un arbitrage prudentiel pour soutenir des emprunteurs qui auraient dû être liquidés.

• Pour ces raisons, ce marché de cession n'a pas pu connaître un essor important au plus fort de la crise et s'est étouffé à partir de 2001. Des réponses à ces problèmes ont été apportées depuis qui ont amélioré la liquidité du marché des récupérations de collatéraux immobiliers³⁶³ et la libéralisation des licences de recouvrement de créances a permis d'intensifier la concurrence (BoJ [2004]). Les écarts de prix se sont

³⁶¹ Cette concurrence prend notamment la forme d'enchères, organisées par les banques. La publicité sur l'actif cédé qu'impose un tel système est une petite révolution dans les pratiques bancaires.

³⁶² Les garanties immobilières prises sur des PME en dehors des grandes métropoles, où les fluctuations de prix sont moins amples, sont donc aussi dures à liquider, la crise économique exacerbant leur illiquidité structurelle.

³⁶³ Le chapitre suivant décrit les blocages juridiques et réformes engagées pour faciliter les transactions et saisines dans l'immobilier, ainsi que les réformes des lois de faillite qui ont amélioré les conditions de liquidation des collatéraux depuis 2000. Par ailleurs, le Ministère de l'Aménagement du Territoire, la Banque du Japon et l'Agence Statistique ont développé de nouveaux outils d'évaluation du foncier et de l'immobilier pour améliorer sa liquidité.

réduits mais les volumes n'ont pas décollé. La raison principale est la conjonction d'une crise de la demande persistante et d'une crise de l'offre –des surfaces moyennes trop petites, peu confortables et dont qualité se dégrade compte tenu de la légèreté des matériaux de construction– beaucoup plus profonde et durable³⁶⁴. Pour générer de la valeur ajoutée, les collatéraux rachetés aux banques doivent subir de gros aménagements et les investisseurs doivent développer des activités de services connexes. Le succès des projets immobiliers développés par les OPCVM papiers cotés en bourse (cf. Encadré 11) vient moins du retournement du marché immobilier à Tokyo que d'une offre qualitativement différente.

L'un côté, elles développeraient les activités de banque d'affaire et d'investissement dans une approche de marché typiquement anglo-saxonne et de l'autre, une banque commerciale cherchant à préserver l'ancien modèle et les anciens emprunteurs en difficulté, malgré un environnement financier, prudentiel et juridique qui ne le permet plus. La réticence des autorités à développer les marchés de cession jusque dans la période récente, malgré le discours affiché et malgré une méthodologie DCF introduite explicitement pour étouffer les risques moraux et dont l'efficacité gagnerait à l'existence de tels marchés, est un autre signe de contradiction qui minent la politique bancaire au Japon.

● ***Les autres modes de traitement des pertes, plus radicaux puisqu'ils impliquent une cession définitive des risques, sont peu utilisés.*** On peut mettre de côté la titrisation de prêts non-performants, encore balbutiante et ne concernant que les prêts aux ménages, les plus standardisés et faciles à agglomérer en *pool*. Restent donc les cessions bilatérales de crédit sur le marché primaire (solution (5)). Considérons ici celles entre acteurs privés. Elles représentent 25% des cessions d'actifs avant 1998 et près de 70% après, quand les cessions vers les structures publiques de cantonnement chutent³⁶⁵. Le marché des collatéraux de crédit est brièvement présenté dans l'Encadré 22, parce que concernant surtout des petits emprunteurs en liquidation, il ne met pas en évidence des enjeux de la crise. Dans notre optique, le marché des cessions de prêts non-performants sur des emprunteurs à redresser est plus intéressant.

Les banques, assurances-vie et non banques cèdent ces créances déclassées à des acquéreurs qui estiment être en mesure de mieux valoriser ce risque qu'elles, soit parce qu'ils ont un meilleur accès à la liquidité financière et peuvent céder à leur tour plus facilement ces risques en un bref délai, soit parce que leur expertise leur permet d'imposer à l'emprunteur une restructuration réelle drastique efficace. Dans ce cas, l'engagement financier est plus long et passe par une prise de participation au capital, via de *debt-equity-swap* le plus souvent. Si ces deux activités co-existent, elles forment à la fois un marché primaire de cession et un marché secondaire des prêts non-performant, de type *junk bonds*.

³⁶⁴ On peut se référer à Aveline [2000] pour une étude des problèmes d'adaptation de l'offre foncière au Japon, et à Koo [2003] pour une présentation plus succincte en rapport avec la crise bancaire.

³⁶⁵ Cf. Graphique 56 et sa section correspondante pour un historique du traitement des pertes.

Un système bancaire ancré sur un modèle de relation à l'engagement ne peut pas développer lui-même un marché secondaire liquide des prêts non-performants. Il a même d'autant plus de difficultés à créer un marché primaire que son modèle de relation de crédit est peu formalisé. L'expérience des crises bancaires dans les autres pays –notamment en Corée du Sud récemment– montre que ces marchés, pour émerger, doivent faire intervenir un intermédiaire capable de centraliser et de 'formater' les contrats de dette, souvent des AMC publiques. Comme ces dernières ne fonctionneront jamais bien au Japon, ce marché secondaire n'existe pas et le marché primaire est lui-même peu développé. Enfin, comme il fait intervenir des acheteurs privés qui ne sont quasiment jamais des banques, mais plutôt des fonds japonais ou étrangers, l'ouverture financière du pays et la stabilité macro deviennent aussi cruciaux pour le développement de ces marchés.

Ce marché a pris un certain essor à partir de 1998, mais les autorités japonaises ne sont jamais véritablement parvenues à le développer. Les arguments que l'on peut avancer sont de trois ordres. Outre celui du risque moral –norme de solvabilité relâchée et règles de provisionnement ouvertes aux arbitrages–, on peut avancer celui des incertitudes du cadre juridique et fiscal des activités de crédit, discuté dans le chapitre suivant. Relevons ici qu'il occupe un champ plus large que les procédures légales de faillite *stricto sensu*. Il passe notamment par la reconnaissance fiscale et prudentielle des *debt-equity-swap* et des annulations de dette. Le troisième argument est l'usage intensif des collatéraux de crédit comme méthode de réduction du risque, indépendamment du contexte prudentiel et des difficultés micro-institutionnelles associées aux liquidations. Ohashi & Singh [2004] montrent que ***ces pratiques de nantissement se traduisent par des méthodes de valorisation asymétriques*** entre les banques qui y recourent et les fonds de redressement potentiellement acquéreurs³⁶⁶. Voilà pourquoi le rapport entre les prix de cession consentis par les banques et les prix de rachat des dettes proposés par les fonds de redressement qui peut aller de deux à trois. On comprend aussi pourquoi les *debt-equity-swap* pratiqués par les banques principales elles-mêmes interviennent après des taux de décote de la dette très hétérogènes³⁶⁷. Il est impossible de dire dans quelle mesure laquelle des trois séries d'arguments explique le plus le faible développement des marchés de cession et, en amont, la réticence des banques à traiter en profondeur leurs dysfonctionnements. Leurs effets se chevauchent et c'est précisément cet argument –l'existence de blocages aux traitements– qui a servi au gouvernement pour justifier le maintien des considérations macroéconomiques dans la politique prudentielle.

- Ces obstacles impliquent que ***les opportunités de cession ne concernent que les crédits sur les emprunteurs les moins emblématiques de la crise*** : ceux recourant peu aux garanties

³⁶⁶ La banque principale n'a pas d'autre choix que de valoriser son crédit sur la base de ses garanties parce que si une réduction de dette de l'emprunteur n'est envisageable que si des restructurations réelles drastiques sont entreprises, le *debt-equity-swap* est la solution la plus adaptée pour les créanciers. Elle implique cependant un partage des pertes préalable auquel les créanciers secondaires peuvent refuser de collaborer s'ils détiennent aussi des garanties. Dans ce cas, la banque principale doit racheter toutes les dettes, ce qui n'est pas dans ses moyens. On explique cela en détail dans la section 1.2. du chapitre suivant.

³⁶⁷ Le NRI fournit des informations lacunaires sur des accords de *debt-equity-swap* en interne –à l'initiative des banques principales–, où les décotes de prêts avant le *swap* varient entre 25% et 93%, avec une moyenne au dessus de 65%, et un rapport de la dette initiale aux fonds propres nouveaux de 1 à 29. Dans nombre de cas, seule la dette de la banque principale a été convertie, celle-ci prenant donc d'importants risques.

et qui, placés en faillite légale ou qui vont le faire, ont encore une base d'exploitation saine. En effet, dans ces circonstances, (i) la coordination des créanciers hors faillite dans une optique d'aveuglement au désastre n'est plus possible, et (ii) les banques ne peuvent plus soutenir l'emprunteur au motif de la qualité des collatéraux parce que l'état de faillite leur impose un provisionnement des risques à 100%, qui élimine les opportunités d'arbitrage prudentiel. Enfin, (iii) les banques japonaises, en manque de fonds propres et dont les activités de redressement sont traditionnellement réalisées au sein de leurs réseaux commerciaux, sont incapables d'envisager des opérations de redressement, qui s'appuient en général sur des *debt-equity-swap* coûteux dans l'immédiat et sur des restructurations réelles drastiques. Liquider l'actif est préférable et la cession peut être la meilleure solution, parce que l'acquéreur pourra mieux valoriser le *going concern* de l'emprunteur, où parce qu'il aura de meilleures solutions de liquidation.

4.2.2. L'échec prémédité des structures de cantonnement publiques³⁶⁸

- Ces organismes publics sont des acteurs majeurs des marchés de cessions de pertes et ils sont toujours à l'origine de leur émergence. Au Japon, ces structures existent mais elles n'ont jamais réussi à se développer significativement. Les raisons de cet échec sont les mêmes que celles qui permettent d'expliquer l'étouffement des marchés de cession privés, mais pas seulement. Après avoir posé les justifications théoriques à l'existence des AMC publiques sous l'angle de la faillite –résoudre un problème de coordination dans le marché par l'isolement des pertes– on présente en théorie, puis dans le cas du Japon, les deux problématiques qui organisent les statuts de ces organismes : les modalités du transfert des pertes (la valorisation *ex-ante*) et les modes de traitement de ces pertes (la revalorisation *ex-post*). On en vient alors à voir comment l'AMC publique japonaise centrale, la RCC, s'y est prise pour inciter les banques à lui céder des actifs. Sur ce plan, l'étude de ses statuts montre qu'elle n'a rien à voir avec son modèle de référence, la RTC américaine, à la fois sur le plan des fonctions allouées, trop étroites, des moyens, trop faibles, et de la gestion du temps dans ses opérations, question centrale et pourtant, traitée de manière contre-incitative. Des améliorations très substantielles ont été effectuées dans la période récente, modifiant les mécanismes incitatifs faussés par des règles contraignantes pour les banques, mais trop tard.
- ***L'histoire des organismes publics de cantonnement*** dans la crise japonaise commence véritablement en 1998, avec la création de la *Resolution & Collection Corp.* (RCC). Auparavant, ils fonctionnaient sur un principe mutualiste –RCB pour les établissements mutualistes– ou coopératif (HLAC pour les actifs des *jusens*) de sorte qu'il n'y avait pas de cession des droits de propriété au sens strict. Ils fonctionnaient donc comme un logement comptable, sans aucune indépendance, et reproduisaient les dysfonctionnements bancaires en matière de traitement des pertes³⁶⁹. La RCC rompt avec ces pratiques puisque les statuts de cet organisme imposent le transfert des droits de propriété sur les actifs cédés, ceux-ci étant traités par lui en toute indépendance vis-à-vis des banques originaires. Sa création est officiellement inspirée de la

³⁶⁸ Sauf indications contraires, toutes les indications chiffrées fournies sur la RCC sont tirées des rapports annuels du DIC et du site de la RCC : <http://www.kaisyukikou.co.jp>.

³⁶⁹ Cf. note 269

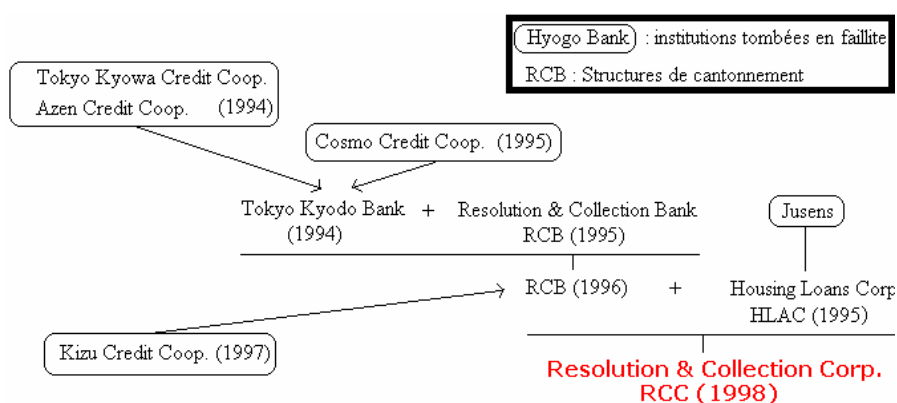
célèbre *Resolution Trust Corp* (RTC), créée au moment des crises bancaire et des caisses d'épargne qui ont secoué les Etats-Unis (1989-95). Dans les faits, il y a peu de ressemblances, ni dans les statuts, ni dans les fonctions, ni dans les performances. Le Tableau 11 montre les encours des créances cédées par les banques privées actives. Elles n'atteignent pas plus de 4 trillions de yens en valeur faciale, 310 milliards en valeurs contractuelles. Ces acquisitions auprès d'institutions saines correspondent à deux cinquièmes des cessions définitives de pertes, le reste étant des cessions de collatéraux de créances douteuses jusque 2001 et, après, surtout de prêts non-performants pour restructurations. Enfin, elles correspondent à 5% seulement des pertes affichées par les banques depuis 1998 (cf. Graphique 56). Au total, **la RCC n'a pas fait mieux qu'un marché illiquide et sous-développé** et a surtout servi à gérer les actifs dépréciés des banques mises en faillite (cf. Tableau 11). On montre plus bas que cette performance médiocre, anormale dans l'histoire des crises bancaires (voir par exemple Klingebiel [2000]) résulte d'une absence de volonté réelle des autorités de développer les cessions d'actifs bancaires. Elle est le pendant de la règle de paiement molle appliquée aux banques, visant *in fine* à protéger les entreprises clientes. Le changement intervient à partir de 2002 et surtout 2003, quand les fonctions de la RCC sont développées et que l'IRCJ est créée. Trop tard. Néanmoins, comme l'introduction de la méthodologie DCF, il est emblématique d'une volonté publique de plus en plus appuyée d'en finir avec la crise bancaire et de développer un modèle de banque à l'acte ouvert sur les marchés. Les raisons de l'échec de la RCC sont structurées ci-dessous autour d'un discours sur la justification théorique à l'existence des AMC publiques face aux crises bancaires.

- Quel **fondement théorique à l'existence d'une AMC publique** ?

L'externalisation des pertes bancaires correspond au dépôt du bilan dans une procédure de faillite. Il s'agit d'évaluer les pertes et de les isoler de l'exploitation avant la remise sur le marché des actifs, afin que celles-ci ne contaminent pas l'ensemble du bilan par la suite. La définition de l'institution de la faillite donnée en début de chapitre, comme réponse à un problème de *common pool*, fixe aussi le principe d'intervention du superviseur bancaire en matière prudentielle : l'acteur public ne se substitue aux acteurs privés pour résoudre un cas de défaut que lorsque ceux-ci ne parviennent pas seuls à se coordonner pour le résoudre. Dans les opérations de type *bridge-bank*, la *bad bank*, qui concentre tous les actifs à problème, devient une AMC publique dont la seule fonction est de les liquider, et dont l'existence, comme celle de la *bridge-bank*, n'est due qu'à l'incapacité du marché d'absorber ces acquisitions dans l'immédiat, sans provoquer un effondrement des prix. Ces structures peuvent donc justifier leur existence par la nécessité de respecter le principe d'isolement des pertes, malgré l'incapacité du marché de les traiter dans de bonnes conditions. Elles résolvent donc un problème de coordination et visent, dans l'immédiat, à se substituer au marché et à terme, à en améliorer le fonctionnement.

La justification théorique qui vient d'être énoncée dit implicitement que l'existence de ces AMC publiques repose sur une règle de faillite bancaire qui fonctionne, et que les pertes bancaires sont assez importantes pour poser des problèmes de gestion courante. *De facto*, parmi les crises contemporaines, il n'y a pas d'exemple où ces organismes ont été utilisés sans que leur origine puisse être associée à des *bad banks* issues de grandes institutions placées en faillite. Or typiquement, des injections en *open-bank* sont une réponse graduée du superviseur bancaire à une insolvabilité temporaire et non-structurelle des banques. Dans ces conditions, en théorie, les AMC publiques comme réponse à un défaut de coordination ne sont pas justifiées, la réponse ayant été apportée en amont par les injections. Au Japon, le problème est que les banques ont bénéficié d'une règle de faillite d'abord suspendue, puis relâchée grâce à un recours non-justifié aux injections en *open-bank*. Et même quand, par ces interventions, l'Etat est devenu actionnaire des grands établissements bénéficiaires, il n'a jamais poussé leurs dirigeants à multiplier ces cessions de crédits, à l'exception du cas de *Resona*. Mais c'était déjà en 2003 –on y revient plus bas–. Les AMC publiques japonaises étaient donc à leur création de petite taille et dispersées, parce que créées à partir de petites institutions financières. (cf. Figure 15). La *Housing Loans Administration Corp.* (HLAC) constituée à partir des actifs des *jusens*, et de la *Resolution & Collection Bank* (RCB), qui a récupéré les actifs douteux des établissements locaux mis en faillite, sont deux *bad banks*. Leur transformation en organisme public de cantonnement à caractère général, c'est-à-dire autorisé à racheter des actifs dépréciés à des banques saines³⁷⁰, date de leur fusion en 1999, pour former la *Resolution & Collection Corp.*, dernier organisme de cantonnement en activité.

Figure 15 – Evolution des structures de cantonnement au Japon



Comment dans ces conditions faire en sorte que les banques se séparent de ces actifs douteux ? Soit en les y incitant, par l'attrait du prix de cession, soit en les y contraignant.

- **Les cessions sous l'angle de l'incitation** : comment rendre les prix de cession attractifs ?

³⁷⁰ Cette fonction est conférée à la RCC par l'article 53 de la *Financial Revitalization Law* de 1998. Le Tableau 11 plus bas décrit les achats effectués par cet organisme au titre de cet article.

La première réponse est que l'Etat subventionne les rachats d'actif, pour permettre à la structure de cantonnement publique de les acquérir à un prix supérieur à leur valeur économique. Cette solution doit être exclue d'emblée. En ne dissociant pas la norme de solvabilité bancaire de la norme d'évaluation des actifs de la banque, elle introduit un risque moral, puisqu'aucun dispositif coercitif n'est introduit en contrepartie de ces recapitalisations déguisées³⁷¹. Outre qu'elle crée chez les banques une incitation forte à la prise de risque, elle détériore aussi la fonction commerciale des organismes de cantonnement en introduisant une ambiguïté dans les contraintes de rentabilité (Ingves [2000]). Ce risque moral, qui apparaît même si la règle prudentielle est stricte –ces subventions permettent de contourner la règle de faillite–, est exacerbé quand cette dernière est relâchée, comme c'est le cas au Japon. Cette solution n'a d'ailleurs jamais été appliquée dans ce pays. Comme s'il s'agissait d'entretenir un semblant de rigueur dans la gestion de la crise bancaire, le gouvernement a toujours été très strict sur la politique d'acquisition des structures de cantonnement³⁷². Dans un environnement prudentiel relâché, rejeter ce principe de subvention et, sous-entendu, interdire les pertes à la structure de cantonnement, revient à condamner le développement du marché des cessions.

Tableau 11 – Achats par la RCC des créances déclassées des banques saines au titre de l'Art. 53 - FRL⁽¹⁾

	Total		Grandes banques		Banques régionales		Sect. Mutual.
	Prix	Val. faciale	Prix ⁽¹⁾	Val. faciale	Prix ⁽¹⁾	Val. faciale	Val. faciale
FY99	4,8	0,45	3,8	0,25	5,6	0,17	0,033
FY00	2,4	0,52	3,2	0,10	2,2	0,40	0,030
FY01	6,2	0,33	6,4	0,20	6,0	0,10	0,033
FY02	9,8	2,09	9,9	1,87	8,6	0,19	0,033
FY03	15,8	0,41	18,6	0,29	9,2	0,10	0,016
FY04	13,2	0,18	18,3	0,10	8,3	0,06	0,021
FY05	17,5	0,03	21,1	0,02	9,1	0,01	0,00
FY00-05	8,8	4,00		2,83		1,01	0,17

A titre comparatif : actifs dépréciés acquis sur les :

	...IF faillie/DIC Art 102		...Jusens
	Prix ⁽¹⁾	Val. Faciale	Val. faciale
FY1996-2005	21.10	21.15	10.05

⁽¹⁾ Prix d'achat en % de la valeur faciale ; Valeur faciale en trillions de yens. FRL : *Financial Revitalization Law* ; Source : RCC

La seconde réponse est donc d'organiser l'AMC de sorte qu'elle assure un règlement des défauts dans de meilleures conditions que les banques, c'est-à-dire offrant le meilleur prix de marché.

³⁷¹ L'intérêt de cette distinction est du même ordre qu'entre le ratio de Bâle et les règles de provisionnement. C'est la dissociation du traitement de l'insolvabilité bancaire de celui du traitement des pertes.

³⁷² Il faut davantage imputer cela à la frilosité des autorités devant la mobilisation explicite de fonds publics qu'à un principe prudentiel sain bien ancré. Ainsi, les tentatives de projets de ce type avancées à la Diète l'ont été à partir des faillites de 1998, l'idée ayant définitivement été évacuée du débat à partir de l'arrivée de Takenaka en octobre 2002, marquant le resserrement prudentiel et l'engagement de la politique structurelle.

C'est la réponse la plus conforme à l'approche *common pool*. Ceci implique de considérer deux aspects des statuts de l'organisme : la question des pertes et la question des fonctions.

Considérons le premier aspect : **le transfert des pertes**. Comme sur le principe, une AMC publique n'a pas le droit de faire des pertes sur un actif acheté, elle est encline à appliquer un principe d'évaluation très conservateur, très désincitatif pour les banques. Pour dépasser ce problème sans revenir sur le principe de l'interdiction des pertes, il faut autoriser l'organisme à introduire dans les accords de rachat des clauses de partage des pertes et profits secondaires. De cette manière, les banques cédantes n'assument pas un surcoût associé à l'incertitude sur la valeur liquidative de l'actif et le prix de cession peut être fixé selon des principes de valorisation classiques. La RCC est passée d'une tarification fondée sur les deux principes de cession pure et dure et de stricte interdiction des pertes par ligne d'opération, à une règle assise sur le principe de la *fair value*³⁷³, avec possibilité d'élaborer des accords de partage des écarts de valorisation, et l'interdiction de pertes établie à un niveau agrégé, par programme (Kang [2002]). Ce changement, intervenu fin 2002, explique en partie la hausse des prix d'achat de la RCC illustrée dans le Tableau 11. Deux autres raisons y concourent : une amélioration de la qualité moyenne des pertes cédées depuis 2002³⁷⁴ et l'élargissement des métiers de l'organisme public entre 2001 et 2003, qui lui permet d'acquérir une plus large palette d'actifs, et de diversifier ses méthodes de liquidation.

Venons en donc au second aspect de la détermination des prix de cession : **l'AMC publique comme intermédiaire de valorisation des actifs non-performants**. Un organisme public peut justifier son existence au regard du marché s'il valorise mieux que lui ses actifs, soit en améliorant leur liquidité, soit parce que son statut spécifique lui permet de dépasser des blocages à la restructuration de l'emprunteur. Ce sont les deux missions sur lesquelles la typologie des organismes existants s'établit (Klingebiel [2000]) : la première a pour mission explicite de liquider au plus vite tous les actifs achetés, par tous les moyens. Cette mission est surtout intéressante quand les pertes bancaires sont importantes et concentrées, et qu'elles touchent à l'immobilier, un marché illiquide par excellence, ou à des biens durables et à forte valeur unitaire, difficiles à liquider. C'est typiquement le cas de la RTC aux Etats-Unis. Dans cette optique, cette institution a centralisé toutes les pertes, des pouvoirs spéciaux lui ont été accordés en matière de recouvrement et de saisine, et elle a obtenu la possibilité d'externaliser abondamment ses activités –dix contractuels pour un salarié–, ce qui lui a permis de devenir le développeur du marché privé

³⁷³ La référence aux dernières enchères connues, ou à défaut, la valeur comptable nette des provisions, ces dernières étant soit définies par la méthodologie DCF, soit calculées par l'organisme selon une méthodologie préétablie.

³⁷⁴ Le boom des cessions en FY2002 est provoqué par l'objectif de réduction de moitié des pertes imposé aux grandes banques. Il les conduit à céder immédiatement de grandes quantités de créances perdues et provisionnées à 100%, mais qu'ils savent difficiles à liquider. Après FY2002, un chassé-croisé s'opère : les grandes banques réduisent le rythme des cessions à un niveau très inférieur à celui d'avant 2002, préférant les transférer à leurs filiales spécialisées. Ces cessions sont toutefois de meilleure qualité en général. En même temps, l'entrée de l'Etat dans le capital de *Resona* dans le cadre de l'injection en *open-bank* de 2003 a contraint la nouvelle direction à céder davantage d'actifs à la RCC, qui compensent quantitativement en partie seulement la baisse de celles des grandes banques.

du recouvrement, et de disposer d'une puissance de traitement assez souple pour afficher une régularité dans ses performances de recouvrement. Cette transparence et cette régularité ont été très utiles pour développer en parallèle des activités de fiducie et de titres, prévues dans ses statuts, puisqu'en même temps que les créances étaient traitées, les risques étaient rapidement cédés sur le marché privé, sous forme de cession bilatérale et surtout, par titrisation. La liquidité est ainsi introduite dans la valorisation des actifs de plusieurs manières : (1) la centralisation d'un grand nombre d'actifs génère des rendements d'échelle dans les activités de recouvrement, mais aussi dans celles de remise sur le marché (organisation d'enchères, titrisation, etc.) ; (2) par sa taille et son statut, qui la protège du risque moral, l'institution publique bénéficie d'une forte légitimité qui lui permet de développer une activité de production de normes ; (3) ses statuts spéciaux et son caractère public permettent à l'institution de mieux faire valoir ses droits lors des litiges en justice, lui conférant une plus grande efficacité dans les activités de recouvrement. Pour résumer, l'AMC publique peut créer la liquidité parce que sa taille et sa crédibilité lui permettent de développer des activités de traitement de masse et à coût réduit, à la fois dans le recouvrement des dettes et dans leur revente à des tiers. La titrisation est particulièrement utile dans les cas de crises immobilières parce qu'elle permet à des investisseurs nouveaux d'accéder à un marché à fort coût d'entrée et d'en acquérir dans un simple souci de diversification de portefeuille. La création de valeur par l'organisme public prend alors la forme concrète d'une captation de la prime de liquidité des marchés obligataires au profit des banques originaires. Enfin, comme pour se financer, l'organisme bénéficie de la garantie souveraine, le coût de conservation des actifs est réduit et valorise d'autant les créances cédées. Ce dernier avantage n'est pas à proprement parler une valorisation par la liquidité, puisque la signature souveraine économise la prime de risque. Il bénéficie donc à tous les organismes de cantonnement, même ceux dont la mission n'est pas la valorisation par la liquidité mais par la restructuration. Outre la réduction de cette prime de risque, quel peut être l'intérêt d'une AMC publique pour faciliter les restructurations ? Il est difficile de donner une réponse générale. L'expérience historique indique que cet intérêt tient à deux arguments qui souvent vont ensemble : la neutralité de l'organisme public au titre de partie prenante dans une renégociation de dette³⁷⁵, et l'activité de production de normes, au sens d'usages de référence en matière de restructuration. Par exemple, les structures de cantonnement centralisées créées en Corée et en Suède ; KAMCO (1997-...) et SECURUM (1992-97), remplissaient à la fois les fonctions de valorisation par la liquidité et de restructuration³⁷⁶. Dans ce dernier domaine, comme les activités de banque d'affaire et d'investissement étaient quasiment inexistantes, ces institutions ont servi de production de normes et de 'cobayes' en matière de

³⁷⁵ La neutralité est ici entendue au sens de '*non-soumis à l'aléa moral*'.

³⁷⁶ Sur la structure suédoise, pour plus d'informations, voir les articles référencés dans la section 1.2.1. du Chapitre IV consacrée à la crise suédoise. Le site Internet de la structure coréenne fournit ses statuts et nombre de données statistiques sur ses activités. On peut compléter cette lecture par celle des rapports Article IV du FMI sur la Corée de 1998 à 2003. Pour une approche comparative, voir Klingebiel [2000].

réglementation financière et de fiscalité. En faisant état au gouvernement des obstacles qu'elles-mêmes rencontraient dans leurs activités de redressement, elles ont permis d'adapter rapidement l'environnement juridique, fiscal et prudentiel aux besoins des marchés privés de cession.

• **Qu'en est-il des fonctions confiées à la RCC?** A côté de l'argument prudentiel, les faibles encours et prix de cession résultent de l'étroitesse et des défauts du mandat initial de la RCC.

(i) Sur **l'étroitesse du mandat** : à sa création, la seule mission de la RCC est de recouvrer les créances en exerçant les nantissements associés ou en liquidant les emprunteurs³⁷⁷. Elle ne peut céder ces actifs que dans le cadre des procédures légales de liquidation, très lentes (cf. Encadré 24), et ne peut les acquérir et les regrouper pour les céder à des tiers ni par contrat bilatéral, ni sous forme de titrisation, pourtant une fonction précieuse quand les actifs en question concernent un marché comme l'immobilier. Enfin, elle ne peut pratiquer l'*out-sourcing*, de sorte que dès qu'une banque tombe en défaut, l'afflux d'actifs dépréciés produit un effet d'entonnoir et ralentit le rythme moyen de liquidation, l'impact est d'autant plus fort que les effectifs sont faibles³⁷⁸. Dans ces conditions, la RCC ne pouvait liquider son portefeuille qu'avec difficulté³⁷⁹, et sa comparaison avec la RTC américaine, orientée vers les marchés et externalisant en masse ses fonctions, est sans fondement. Les vœux pieux des autorités pour s'en rapprocher sont sans suite, avant la révision de la *Financial Revitalization Law* de juin 2001 : les compétences de la RCC sont alors élargies, puisqu'elle acquiert une licence de trust et d'investissement. Parallèlement, le gouvernement japonais crée une seconde institution, l'*Industrial Revitalization Corp of Japan* (IRCJ) dont la mission, cette fois-ci, est exclusivement orientée vers la restructuration des entreprises rencontrant de réels problèmes de coordination entre prêteurs. On y revient dans le chapitre suivant. Retenons ici que c'est seulement à partir de l'entrée en vigueur de ces réformes, en 2003, que les autorités se dotent d'un dispositif complet et efficace d'institutions spécialisées : la RCC, dont la fonction passe du recouvrement à celle plus générale du développement de la liquidité des prêts non-performants, et l'IRCJ, chargée de développer les activités de restructuration³⁸⁰.

³⁷⁷ Accolés à sa licence de société de recouvrement, elle obtient des pouvoirs d'investigation exceptionnels. C'est un point crucial car les pressions mafieuses ont jusqu'à la fin de la décennie été un réel problème pour les banques qui cherchaient à exercer des nantissements sur des actifs immobiliers.

³⁷⁸ 2 400 salariés contre 8 000 pour la RTC, hors les contractants.

³⁷⁹ Le taux de recouvrement des actifs acquis sur les *jusens* en 1996 –tous directement associés à l'immobilier–, était de 33,9% en 1998, et 63% en mars 2005, soit neuf ans après. Les actifs récupérés par la RCC sur les mutuelles de crédit en 1996 –actifs plus diversifiés–, et que la RCC a ensuite reprise, étaient recouverts à 17% en 1998, 66% en 2001 et 95% en mars 2005 (source : Deposit Insurance Corp of Japan, *Record of debt recovery*).

³⁸⁰ En décembre 2001, la RCC acquiert elle aussi une mission de restructuration, mais il ne s'agit pas là d'une concurrence à l'IRCJ. D'abord parce que la mission de restructuration de la RCC est orientée vers les PME. Ensuite, parce que cette mission est destinée à traiter les actifs cédés par les banques sous la contrainte de la FSA, puisqu'à partir de 2003, tous les prêts non-performants des grandes banques non-traités dans le délai prescrit de deux à trois ans doivent être transférés. Dans les faits, l'activité de restructuration de la RCC est faible parce que ce n'est pas avec les PME que les banques rencontrent des difficultés de restructuration et que les grandes banques sont parvenues à traiter leurs pertes en conformité avec les objectifs prescrits par la FSA.

(ii) L'incapacité de la RCC tient également à *la mauvaise appréhension du temps dans ses statuts*. La théorie s'accorde avec l'expérience pour affirmer que plus les mandats des organismes imposent des contraintes de temps, à la fois sur leur durée de vie et sur la période maximale de conservation des actifs acquis, plus ces derniers sont efficaces dans leurs missions (Klingebiel [2000]). La durée de vie de l'organisme est un élément déterminant de la crédibilité de la politique prudentielle, qui révèle sa détermination à traiter au plus vite la crise. L'expérience historique suggère que cette période va de deux à quatre ans pour les crises bien maîtrisées. Or, ce qui est arrivé pour toutes les dates limites fixées par les autorités bancaires japonaises est arrivé aussi à la RCC : censée ne plus pouvoir acquérir d'actifs après 2001, cette limite est levée et sa durée de vie est prolongée de manière illimitée. Quant à la durée maximale de détention des actifs dépréciés, la période doit être réaliste mais rapprochée dans le temps, pour créer une tension dans la gestion de l'organisme et l'inciter à développer des solutions innovantes. Les statuts peuvent prévoir un délai plafonné ou une clause de cession déclenchée automatiquement au prix courant dès que celui-ci tombe en dessous d'un plancher. En Suède, la SECURUM répondait à une règle de vente automatique dès que les perspectives de croissance des prix tombaient sous le coût de chargement de l'actif, défini comme le taux d'intérêt nominal de la dette de l'organisme. Cette règle lui a permis de liquider 98% des actifs en cinq ans, avec une rétention moyenne de deux ans et demi (Ingves & Lind [1996]). La RTC avait un délai plafonné et appliquait en même temps une évaluation des actifs à la valeur nette actualisée, permettant d'intégrer le coût du temps dans la définition de la rentabilité de l'organisme. Quant à l'organisme coréen, KAMCO, il appliquait plusieurs règles en raison de l'importance de ses activités de restructuration : la même que SECURUM pour les actifs liquidables, et il fixait pour l'ensemble des actifs un principe proche de celui de la RTC. Les documents de la BRI proposent soit une période plafonnée autour de deux ans ou une règle de déclenchement de la vente quand le rendement anticipé tombe sous le coût de chargement calculé à partir d'un taux d'escompte réel. Ce rapport au coût du capital pour l'organisme est plus conforme à la notion de rentabilité qui nous préoccupe. En même temps, il permet de définir une contrainte à un niveau agrégé permettant de prendre en considération la diversité des opérations de l'organisme de cantonnement. Au Japon, les statuts initiaux de la HLAC et de la RBC avaient fixé un plafond de 15 ans, réduit à 7 ans et demi en 1998 (soit avril 2004). Ces délais ont d'abord été repris à la création de la RCC avant d'être à nouveau reculés en 2000 à 15 ans. Résultat : les 19 trillions d'actifs acquis en 1996 sur les *jusems*, ne sont liquidés qu'aux deux-tiers neuf ans plus tard. Pour les autres, moins liés à l'immobilier, la durée moyenne de liquidation dépasse les cinq ans³⁸¹. Ce n'est qu'en 2002 que la FSA impose à la RCC les mêmes délais de traitement qu'aux banques, soit une deux à trois ans, et c'est ce qu'il l'a amené à

³⁸¹ Ces capacités de liquidation dépendent fondamentalement de l'environnement juridique et, en particulier, des droits de saisine et des procédures légales de liquidation. Même si jusque 2001 ces procédures sont lentes, un plafonnement des durées de conservation aurait pu être profitable.

accélérer ses cessions et à développer ses activités de titrisation. Le problème est que si l'on ne parle plus de crédits liquidés liés avec l'immobilier, mais de pertes dans des secteurs plus variés et sur des emprunteurs qui ne sont pas nécessairement destinés à disparaître, ces contraintes de temps deviennent trop rigides, contraignant la RCC à proposer des prix d'acquisition trop bas. L'évolution est louable –elle a relevé le *turnover* et déclenché une réorganisation interne, passant notamment par la création d'un département de cession–, les statuts de l'organisme devraient davantage se focaliser sur un objectif de rendement global de son portefeuille plutôt que sur les performances individuelles de chaque actif. L'organisme pourrait alors se fixer ses propres lignes de conduite, en rapport avec la diversité des actifs et des moyens. Cette souplesse le rendrait aussi performant en matière de cessions, sans peser sur les prix d'achats proposés aux banques.

- ***Les cessions sous l'angle de la contrainte*** : une réactive saine... mais trop tard

L'alternative à l'approche incitative par le prix de cession est la contrainte réglementaire. Elle peut prendre deux formes. L'approche 'douce' revient à se rapprocher le plus possible de la règle de faillite : si la règle de faillite impose la séparation systématique des actifs sains et dépréciés, les interventions qui se rapprochent de la procédure de faillite bancaire, ou qui s'y substituent, doivent intégrer cette contrainte également. Ainsi, dans les programmes d'injection en *open-bank*, pour minimiser le risque moral associé à un mauvais usage de la procédure, il est possible d'introduire une condition d'accès à ces opérations, stipulant la cession d'une partie au moins des actifs dépréciés –par exemple à partir d'un certain taux de pertes ou sur un secteur ciblé– à un organisme public ou au marché privé, s'il en existe un assez liquide. Cette solution aurait été tout à fait justifiée au Japon, où ces procédures d'injection se sont substituées aux faillites bancaires pour répondre à des cas d'insolvabilité structurelle. Elle n'a pas été adoptée. Même après 2001, quand les conditions d'injection sont durcies, la FSA n'ira pas aussi loin.

L'approche alternative, plus radicale, est la contrainte par la loi, ou par la règle. Il s'agit d'imposer le transfert automatique des pertes selon une procédure définie préalablement. Cette réduction d'actif contrainte aurait été la réponse adéquate à une norme de solvabilité protégeant des actionnaires bancaires. Aux Etats-Unis, certains actifs ont été récupérés par la RTC sur des établissements en activité parce que la tutelle avait inclus cette mesure de rétorsion dans son dispositif d'intervention précoce, pour sanctionner un redressement trop lent opéré par un établissement ayant déjà fait l'objet d'un avertissement. Les actifs cédés étaient alors les plus dépréciés ou ceux dont la valeur était la plus incertaine. Au Japon, une telle approche n'était pas imaginable avant le durcissement de 2002-03. Une telle contorsion –faillite bancaire exclue mais assainissement des bilans forcé– n'est envisageable qu'en cas de tournant profond de la politique bancaire, telle l'acceptation de la liquidation de gros emprunteurs. Le changement doit alors être assez crédible pour que les inspections sur site n'aient pas besoin d'être renforcées lourdement.

C'est le cas avec l'arrivée de M. Takenaka à la tête de la FSA. A partir de 2003, en cas de dépassement des délais légaux de traitement d'une perte³⁸², le crédit à problème est systématiquement vendu à la RCC ou au meilleur offrant sur le marché privé. Cette contrainte, d'abord appliquée aux grandes banques, est à présent élargie à toutes les banques. Le délai d'injonction prévu est toutefois trop long, et cette règle est neutralisée par les privilèges prudentiels accordés au même moment aux filiales de restructuration de chaque banque. Le résultat de cette politique du tango –menace d'externalisation et incitation au traitement interne– est que l'impact sur les flux de pertes cédés à la RCC est nul en FY2005. Malgré ces tergiversations de la tutelle, il ne faut pas minimiser la portée de cette réforme sur les anticipations, car c'est un changement qualitatif. C'est la première fois dans l'histoire de la crise, que la FSA impose explicitement et sans détour possible l'externalisation des pertes. Elle marque la résolution des autorités à venir à bout de la crise par la 'méthode structurelle' et la réorientation du rôle des organismes de cantonnement vers les activités de restructuration depuis 2003.

4.3. Un bilan anticipé de la politique structurelle : derrière la réduction des prêts non-performants depuis 2002

- Il est difficile de se faire une bonne idée de l'impact réel de la politique bancaire structurelle dite 'par le haut et par le bas'. La plupart ont été introduites trop récemment pour que l'on puisse mesurer leurs effets sur les conditions de facturation du risque au niveau agrégé des marges bancaires. A ce niveau, leur impact immédiat ne peut pas être spectaculaire, même si elles déclenchent un changement profond des comportements microbancaires. Le macroéconomiste voit le relèvement des taux débiteurs comme une opération de réduction de taille des actifs, ce qui est déjà commercialement douloureux et lourd, parce qu'elle impose aussi un redimensionnement des réseaux bancaires. Or c'est aussi une opération de recomposition des portefeuilles, croisant abandon de clientèle et recherche de nouveaux emprunteurs. C'est donc un problème de passager clandestin : une banque qui s'y engage plus activement que les autres perdra systématiquement une part de marché qu'elle n'aurait pas dû perdre si toutes les banques s'y étaient engagées de la même manière. Plus la concurrence est forte et la demande de crédit faible –ce qui est le cas au Japon–, plus il est difficile de sortir de cet équilibre sous-optimal. Le contexte monétaire ajoute à cette lenteur, parce que les banques ne peuvent pas non plus s'engager dans une politique de rémunération des dépôts moins généreuse en raison d'un niveau des taux de référence proche de zéro.

- La réadaptation d'un modèle bancaire est nécessairement un processus lent quand l'activité de crédit est concurrentielle, atone et quand toute la courbe des taux d'intérêt est basse. Et cette lenteur pose

³⁸² Délais légaux introduits en 2002, avec l'objectif de réduction de moitié des stocks de prêts non-performants. Ces délais varient selon la qualité du prêt lors du premier déclassement, entre un et trois ans, puis un et deux ans en 2005.

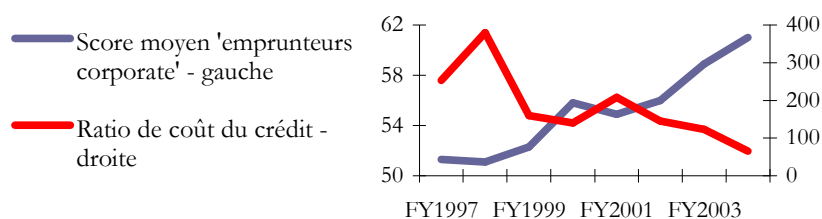
un problème objectif d'évaluation de la réforme structurelle. On voit maintenant que s'il faut admettre des améliorations substantielles dans les pratiques de crédit, deux sources indirectes suggèrent que le 'choc comportemental' recherché par la politique prudentielle depuis 2003, n'est pas aussi important qu'espéré. La première source montre, via la structure en coupe des prêts à risque, que la réduction de leurs encours agrégés dissimule encore une grande volatilité des flux entrant et sortant des classements, signe d'une fragilité persistante de nombreux emprunteurs. La seconde source dit que le traitement prudentiel privilégié proposé aux banques depuis 2001 n'était pas justifié et qu'il a conduit certainement à alléger la pression sur leurs emprunteurs en restructuration.

1^{er} argument : La **volatilité des flux entrant et sortant** entre catégories de prêts à risque

- On sait que la réduction des pertes sur mars 2002-05 ne vient pas d'une accélération du traitement par accroissement des provisions nouvelles –i.e. du *coût du crédit*–. Au contraire, elles diminuent. Or le taux moyen de provisionnement, lui, augmente. D'où cela peut-il venir ? (i) de l'embellissement de l'activité macro, (ii) de l'amélioration de la qualité du traitement des pertes, (iii) enfin du durcissement des conditions d'accès au crédit, c'est-à-dire d'une meilleure sélection des risques en amont, et (iv) d'un traitement bâclé dans les années 2002-2005, dont le risque moral est masqué par la croissance ?

- **La réduction des prêts non-performants vient en premier lieu indubitablement d'une nette amélioration des conditions d'activité** des entreprises. Les prix d'actifs touchent leur plancher lors de la dernière crise financière, celle qui suit l'éclatement de la bulle Internet et qui ensuite, est envenimée par la crise institutionnelle entre les banques, la FSA et la Diète (le *Takenaka Krach* à partir d'octobre 2002). Sa résolution début 2003, suite au compromis de M. Takenaka –la politique bancaire structurelle en échange d'un délai dans le durcissement du statut des avoirs fiscaux– ouvre sur la plus longue période de stabilité de la politique budgétaire. Alors qu'auparavant les erreurs avaient été multipliées dans ce domaine (cf. Chap. III – 3.), depuis 2001, le soutien budgétaire à l'activité est d'une constance inédite. Il permet le désendettement des sociétés et la stabilisation, puis la réduction du taux d'intérêt réel. Résultat : le score moyen des entreprises emprunteuses, qui avait déjà bondi en FY2000 grâce à l'engagement des déficits budgétaires massifs puis à la bulle Internet, augmente à nouveau sensiblement depuis FY2003 (cf. Graphique 73). Cette réduction du risque intervient alors que le coût du crédit, –i.e. le rythme d'élimination des stocks de pertes par traitement volontaire–, tend lui-même à baisser.

Graphique 73 – Score moyen des emprunteurs & du coût du crédit



Source : Banque du Japon. Note : Le ratio de coût du crédit est mesuré en points de base. Les scores sont fournis par les modèles d'évaluation interne des entreprises

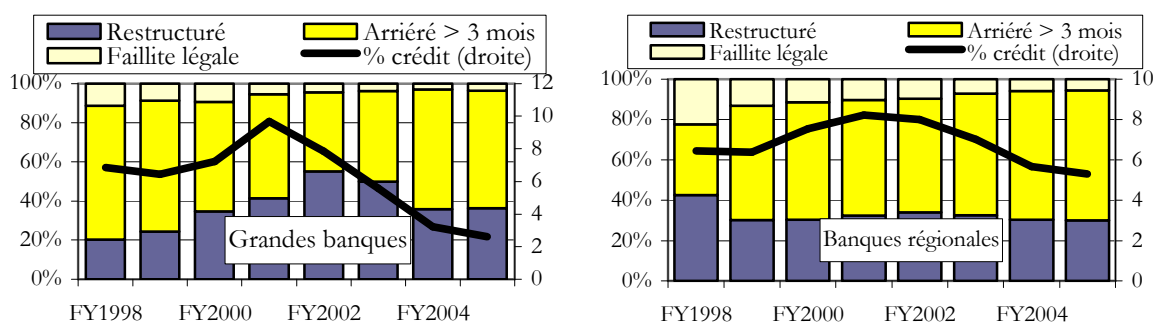
La distribution des scores n'a pas sensiblement changé à l'intérieur de ces moyennes annuelles. Parallèlement, la réduction des différentes catégories de prêts non-performants est relativement

uniforme chez toutes les grandes banques. L'ensemble suggère qu'il n'y a pas eu un durcissement de l'offre de crédit, au sens d'une éviction des emprunteurs les plus fragiles³⁸³, et que l'évaporation des stocks de pertes bancaires est pour beaucoup le fait du redressement conjoncturel opéré depuis 2002. Cette forte influence est plus explicitement visible à travers les matrices de migration des pertes : de gros contingents de prêts classés *attention requise* sont reclassés *normaux* en FY2003 et FY2004 alors qu'habituellement, ils ne subissent pas d'opération de traitement par les banques. Il en est de même pour les migrations de la classe *attention spéciale requise* vers celle *attention requise*, mais là-dessus, des renégociations de taux peuvent avoir permis ce reclassement. Enfin, dans ses commentaires sur les états semestriels des banques, la FSA annonce que les reclassements positifs résultent, pour une grande partie, de l'embellie conjoncturelle et d'une baisse des charges financières, tandis que peu sont l'effet d'un traitement engagé.

• ***Cette réduction vient aussi de l'amélioration de la qualité du traitement des pertes.***

Depuis 2002, les prêts déclassés restent moins longtemps dans leurs classes et les migrations de classes sont de plus en plus rapides. C'est la conséquence directe des objectifs de traitement imposés par la FSA sur FY2002-04. Les contingents de prêts non-performants sont principalement nourris par la dégradation de la qualité des prêts déjà déclassés. Les encours de prêts en faillite légale ou *de-facto* sont principalement nourris par la migration des classes supérieures. Or en croisant cette information avec les statistiques de *Risk Management Loans* sur les types de défaut (cf Graphiques 74), on trouve que depuis 2001, les banques ont nettement accéléré les restructurations de prêts des créances les plus dégradées. Les banques semblent donc presser davantage à la restructuration les emprunteurs dont les difficultés ne viennent pas de la conjoncture. C'est là une conclusion importante, mais ***est-ce une tendance durable ?***

Graphiques 74 & 75 – Décomposition des *Risk-Management Loans*



Source : FSA

• Depuis 2002, le schéma d'ensemble est un arrêt des stockages de créances dégradées, lesquelles sont réévaluées positivement ou déclassées plus rapidement qu'avant. Mais la pression à la

³⁸³ *Overview of Japanese banks' financial statements*, Bank of Japan. FY2002 à FY2004. Voir les graphiques de distribution des scores en fin de document.

restructuration ne croît plus sur FY2005, c'est-à-dire depuis que les banques ont atteint les objectifs de la FSA de réduction des pertes, fixés à l'échéance de mars 2005. Ceci suggère que la perspective de normalisation de la norme de solvabilité, telle que perçue en FY2005, n'est pas suffisante pour dynamiser l'effort d'assainissement, qu'il est toujours aussi poussif et qu'*a fortiori*, les banques s'inscrivent encore moins dans une perspective de long terme de refonte de leur modèle de relation de crédit. On en vient alors à douter de la qualité de l'assainissement entrepris sur FY2002-05. Les mêmes données sur les matrices de pertes renforcent ce doute :

(1) Même si les nouvelles générations de prêts non-performants semblent stoppées en flux nets, les mouvements ascendants et descendants sont toujours importants. Ces mouvements résultent surtout de l'activité économique ou d'une réduction des charges d'intérêt hors-plan de restructuration. Ceci montre que les entreprises, même bien classées, sont en moyenne ***excessivement sensibles aux conditions économiques*** et financières, d'où cette suggestion, le traitement prudentiel des pertes bancaires aurait, au mieux, devancé celui des emprunteurs ;

(2) Les mouvements ascendants ne concernent que les prêts classés initialement *attention spéciale requise* ou mieux, tandis qu'il n'y a aucun reclassement positif des prêts douteux. Donc, à partir du moment où une créance est classée douteuse, elle subit un traitement définitif. En même temps, il y a donc ***un net écart de traitement entre les créances*** classées *attention spéciale requise* et les créances douteuses, les premières bénéficiant de renégociations privilégiées ;

(3) Parallèlement, les flux de prêts reclassés directement dans la catégorie *douteux* (sans passer par les stades antérieurs) sont eux-mêmes importants, signalant derechef que les entreprises concernées sont fragiles et que comptablement, ***les banques anticipent encore mal les défauts en moyenne*** ;

(4) L'effort de traitement déclaré est presque uniquement concentré sur les prêts en faillite ou assimilé (peu de migrations vers le haut causées par des restructurations), ce qui indique que les banques ***retraitent encore peu en amont du défaut*** ;

(5) Si ce type d'effort a été assez important pour que les encours de prêts classés en faillite légale/*de facto* baissent, malgré les migrations nettes fortes vers cette ultime catégorie des pertes, ***la tendance au déstockage est circonscrite*** aux grandes banques et à leurs gros emprunteurs. Les créances restent plus longtemps dans les catégories inférieures quand il s'agit de PME, même quand elles sont grosses.

(6) Enfin, ces restructurations, maintenant les entreprises fragiles, sont réalisées hors procédure légale de faillite, dans un cadre amiable où les actionnaires sont moins touchés, où il est plus dur d'imposer des réductions de capital.

● Les banques ont traité l'héritage des années passées et d'une manière générale, elles sont devenues plus réactives face à l'apparition de prêts non-performants. Mais on peut douter de la qualité générale du traitement qu'elles ont appliqué aux emprunteurs dans la phase d'assainissement de 2002-05 : les traitements les plus efficaces ont été réalisés là où la nouvelle méthodologie DCF s'est appliquée, de

sorte qu'il faut espérer sa généralisation, mais il ne se dessine pas de schéma clair de traitement gradué définissant une nouvelle approche du risque établi et surtout, la fragilité persistante des emprunteurs reclassés suggère qu'il n'y a pas eu de redressement réel rapide concomitant avec la réduction drastique du stock des pertes bancaires. Ce décalage traduit la persistance des anciennes pratiques de sauvetage. Normalement, il impose un coût en terme de fonds propres mobilisés pour les banques. Les fenêtres d'arbitrage prudentiel existant encore dans les contraintes de provisionnement réduisent ce coût, mais introduisent un risque moral. On va voir à présent que d'autres possibilités d'arbitrage ont été introduites expliquant un possible bâclage du traitement des prêts non-performants.

2^{ème} argument : ***un traitement prudentiel privilégié contre-productif***

- On voit à présent que les évolutions opposées entre un coût du crédit en forte baisse et des taux de provisionnement en hausse viennent aussi en partie de ce que la FSA a permis aux banques recourant à certains types de traitement des prêts non-performants privilégié, de bénéficier d'un traitement prudentiel privilégié. Il leur a permis de réduire immédiatement des provisions mobilisées, avant même d'engager effectivement la restructuration des emprunteurs défaillants concernés. Ces fenêtres d'opportunité ont été mises en place pour inciter les banques à s'engager plus à fond dans ces restructurations, mais elles sont injustifiées au regard de la logique prudentielle, contre-productive au regard de l'objectif de la réforme bancaire structurelle, et ont conduit à l'effet inverse, c'est-à-dire à différer le durcissement de la règle de paiement. Cet éclairage en amont explique, par un risque moral résultant d'arbitrages prudentiels, le redressement apparent de la qualité des provisionnements, et une bonne partie des phénomènes observés sur les statistiques de perte : la pause observée dans l'assainissement après 2005 et la fragilité persistante d'un grand nombre d'emprunteurs.
- A partir de 2002, la FSA encourage chaque banque à constituer sa propre structure de cantonnement pour y transférer ses prêts à risque, au lieu de les maintenir dans le réseau commercial. Ces filiales créées entre 2002 et 2003 et détenues à 100% par leur banque-mère bénéficient d'un aménagement prudentiel incitatif, puisque les emprunteurs des crédits transférés peuvent être requalifiés de la même manière que ceux traités sous l'égide d'organismes publics tels la RCC ou l'IRCJ³⁸⁴. Ce traitement prudentiel privilégié permet donc des économies de provisionnement, puisqu'il réduit ces immobilisations avant même toute restructuration effective. Il explique une partie substantielle de la réduction rapide des encours affichés de prêts non-performants entre 2002 et 2005. Qu'en penser ? Ce rabais n'est pas justifiable parce que bien qu'il n'y a pas de transfert effectif des risques, les banques n'ont pas à provisionner en fonction des prédictions fournies par les historiques de pertes, mais en fonction d'hypothèses de recouvrement *ad-hoc*. Elles supposent que ces filiales spécialisées seront aussi objectives et efficaces dans le traitement des emprunteurs défaillants que les organismes publics, à tout le moins, qu'elles seront beaucoup plus efficaces que le réseau commercial. On peut en douter pour trois raisons :

(i) Douze années d'aléa dans la politique prudentielle ont épaissi les enjeux de restructuration et enraciné les pratiques de sauvetage dans les comportements bancaires. Dénouer ces blocages et changer les mentalités développées avec eux prend du temps.

³⁸⁴ Les créances douteuses sont reclassées '*en restructuration*' et les crédits restructurés sortent immédiatement de la catégorie des créances à risque, au lieu d'être placés sous surveillance pendant une période probatoire.

(ii) Au départ, pour les autorités, il ne s'agissait pas seulement de réduire le risque moral en isolant les pertes. En dissociant strictement les activités commerciales d'octroi de crédit des activités de restructuration –c'est-à-dire de banque d'affaire et d'investissement–, les autorités poursuivaient le même objectif qu'avec l'introduction de la méthodologie DCF : pousser les banques à construire sur un modèle bancaire, fondé sur une articulation nette et explicite entre les activités de crédit, celles de banque d'affaire et celles de marché. Rappelons que cet objectif seul légitimerait un peu la norme de solvabilité relâchée par les avoirs fiscaux et les injections. Or les banques se sont empressées de dissoudre leurs filiales de traitement dès mars 2005, c'est-à-dire dès achevée la période de réduction de moitié des prêts non-performants imposée par la FSA. Elles sont toujours réticentes à avancer sur le chantier du modèle bancaire et elles préfèrent s'en tenir à l'organisationnelle existante³⁸⁵. Sur 2002-05, les pertes ont donc dû être traitées suivant les méthodes habituelles de sauvetage des banques principales, plutôt que suivant une règle de paiement dure que la FSA tente de mettre en place.

(iii) L'efficacité de ces structures spécialisées dépend crucialement de la qualité de la gouvernance des banques et de l'indépendance de leurs organismes d'audit interne. Or, la section suivante explique que jusque 2003, cette indépendance était nulle et les dirigeants des banques bénéficiaient d'une grande autonomie d'action leur permettant de travailler dans l'opacité. L'engagement de cette réforme de la gouvernance des banques, dite 'par le haut', date de 2003 et était encore beaucoup trop récente en 2005 pour produire des effets sensibles.

- Deuxième fenêtre d'arbitrage prudentiel ouverte : au numérateur du ratio d'adéquation des fonds propres bancaires, les ADP acquises par les banques sont faiblement pondérées. Ceci a incité ces dernières à multiplier les opérations de *Debt-Equity-Swap* sur les crédits déclassés. Ainsi, en mars 2005, les seules grandes banques détenaient plus de 3 trillions de yens d'ADP sur d'anciens emprunteurs déclassés. Ceci leur a permis de réduire leurs stocks de prêts non-performants immédiatement, avant d'engager toutes restructurations réelles, et de libérer les provisions exceptionnelles constituées. Mais il ne s'agit pas d'actions ordinaires que la banque peut facilement utiliser pour menacer l'emprunteur récalcitrant aux restructurations réelles. Et de ce point de vue, la sous-pondération des risques associés à de tels actifs, par rapport à une pondération normale des actions ordinaires, pose problème, car il réduit l'incitation des banques à mettre les emprunteurs sous pression. Compte tenu des résistances des entreprises aux restructurations par le passé, et compte tenu de la frilosité des banques à entrer dans ces négociations (voir le chapitre suivant), les conversions effectuées sur FY2002-05 ont

³⁸⁵ Rappelons que si les grandes banques étaient contraintes de réduire de moitié leurs encours de prêts non-performants sur mars 2002-05, au-delà de cette date limite, la FSA n'applique plus de règle contraignante sur le timing de réduction des pertes. Il en est de même des autres contraintes qu'elle imposait –tel le traitement de 50% des nouvelles pertes dans un délai d'un an, de 80% en deux ans, etc.–, exclues du dispositif PCA dès avril 2005.

probablement débouché sur des programmes d'ajustement modestes ou, en tout cas, lents. On peut s'en douter à la réaction des entreprises à l'annonce de l'introduction du ratio de solvabilité Bâle II en FY2007, prévoit de supprimer cette fenêtre d'opportunité en relevant la pondération des ADP de 100% à 300%³⁸⁶. Les banques ont presque complètement cessé ces DES et tentent de céder ces ADP à des fonds de redressement. Les entreprises, craignant un actionnaire plus sévère, rachètent leurs ADP aux banques, heureuses de s'en défaire, à un rythme croissant depuis le printemps 2005³⁸⁷. Ils étaient financés initialement sur les réserves constituées, processus anormal pour des entreprises fragiles en cours de restructuration, mais elles se sont depuis résignées à organiser de nouvelles émissions de fonds propres auprès d'actionnaires choisis. Autrement dit, enfin effectivement contraintes de renforcer leur capital, ces entreprises vont être d'elles-mêmes amenées à entreprendre les ajustements réels nécessaires pour assurer un niveau correct de rentabilité des fonds propres... bien après la réduction affichée des prêts non-performants.

- *In fine*, le traitement massif des pertes entre 2001 et 2005 est passé par des restructurations amiable consistant moins en une refonte du capital de l'emprunteur –par réduction puis émission auprès d'un actionnaire nouveau exerçant ses droits de contrôle, comme l'aurait imposé la faillite légale–, qu'en une augmentation nette et tardive de capital privé sans réduction préalable. La pression sur les actifs réels, négociée dans les plans et limitée à court terme grâce à l'augmentation du capital, a certainement été inférieure à ce qu'aurait impliqué la faillite légale. Au mieux, elle a été plus étalée dans le temps.

5 – Mobiliser les injections en *open-bank* pour ouvrir la gouvernance des banques... ou la politique structurelle '*par le haut*'

- En juin 2003, l'insolvabilité de *Resona* est traitée comme celle des autres groupes bancaires quatre ans plus tôt, en 1999, par injection en *open-bank*. Le traitement privilégié réservé aux actionnaires, passé sous silence la première fois, est en 2003 ouvertement critiqué. C'est qu'entre temps, la FSA a progressé, sur le champ de la divulgation des pertes bancaires, mais aussi sur celui de la norme de solvabilité. C'est l'ambiguïté du statut des avoirs fiscaux qui, d'un côté, provoque la crise de *Resona*, et de l'autre, sert de prétexte pour permettre à la banque de passer entre les mailles de la faillite. L'immunité réservée aux actionnaires des banques se manifeste par l'absence de la remise en question du modèle bancaire, au niveau des pratiques de crédit et de la stratégie de gestion, axée sur la stabilité de la marge globale, plutôt que sur la rentabilité individuelle des métiers. La réforme bancaire structurelle engagée à partir de 2003 a pour objectif explicite la transformation de ce modèle, dans le double objectif de tarir la source des pertes et de justifier *ex-post* l'accumulation des avoirs fiscaux par un redressement de la rentabilité d'exploitation. Comme la tutelle applique une politique bancaire sous contrainte de non-faillite, la

³⁸⁶ FSA Newsletter, *Implementation framework of Basel II*, January 2006.

³⁸⁷ NIKKEI Weekly, *Eyning new BIS rules, banks want to sell borrowers preferred stocks*, Tuesday, august 2nd 2005.

difficulté est de parvenir à accélérer cette mutation ‘sans trop s’appuyer’ sur la menace de faillite. Intervenir directement dans les structures bancaires ‘par le haut’ consiste alors à créer une pression directe sur les dirigeants, et non plus indirecte, via les actionnaires. Associée au premier volet de la politique structurelle, cette réforme ‘par le haut’ vise à réduire le risque moral produit par le dogme du refus de la faillite bancaire, en prenant en tenaille l’ensemble de la direction des banques. L’objectif final est de renforcer la responsabilité de ces derniers en rendant leur comportement visible et en explicitant leurs responsabilités par rapport aux dirigeants. C’est donc la convergence explicite vers le modèle actionnarial classique ! Et c’est d’abord à travers son statut d’actionnaire que la tutelle va bousculer la gouvernance des banques.

- Le relèvement de la norme de solvabilité n’est pas suffisant pour décrire le durcissement des droits de propriété. En l’occurrence, il faut aussi que les procédures de faillite soient organisées comme elles devraient l’être, ici, que les injections en *open-bank* soient considérées comme un élément de l’institution. Sur le fond, il s’agit ici de montrer comment le renforcement qualitatif du contenu de ces programmes va améliorer la cohérence de la règle de paiement appliquée aux banques. On analyse ces programmes à partir des grandes articulations d’une procédure de faillite.

- La section ci-dessous (5.1) expose trois de leurs caractéristiques qui obèrent les capacités de la tutelle à faire pression sur les banques, avant même de s’intéresser à la qualité des programmes. Les sections suivantes approchent les programmes d’injection sous l’angle des caractéristiques d’une loi de faillite. L’acte de dépôt du bilan et de sortie des pertes du marché renvoie ici à des principes de transparence des comptes, dont on va voir qu’ils ne sont pas respectés (5.2). La deuxième articulation est le traitement financier des actionnaires dans la répartition des pertes (5.3). L’absence de sanction financière à leur encontre s’apparente à un effet d’aubaine, qui réduit leur incitation à traiter le passif. La FSA cherchera à y remédier en durcissant des conditions de sortie des procédures d’injection : les conditions de remboursement des fonds injectés –contraignent-elles à réduire l’effet de levier–, et celles d’exercice des droits de propriété détenus par l’Etat –la conversion des ADP en droits de contrôle– (5.4). Elle n’y parviendra que tardivement, en faisant converger les droits de contrôle associés aux fonds injectés, auparavant très encadrés, vers les droits de propriété, et de manière incomplète, puisque les conditions de remboursement n’imposent pas une réduction de l’effet de levier. Parallèlement, l’acteur public a cherché à isoler ces actionnaires protégés pour qu’ils n’influencent pas le travail des dirigeants dans ce domaine. Mais dans ces conditions, comment faire émerger l’information sur les dysfonctionnements internes et pousser à leur traitement ? (5.5) En focalisant la pression prudentielle sur les dirigeants plutôt que sur les actionnaires. Pour y parvenir, sans violer les conditions de sanctions laxistes prévues dans les accords passés entre elles et les banques au moment des injections, la tutelle va imposer une réforme des structures de gouvernance à l’anglo-saxonne, pour cibler, non plus l’ensemble du management mais chacun de ses membres, responsabilisé individuellement sur une tâche précise et désolidarisé de l’ensemble. Comme pour la réforme ‘par le bas’, l’idée est qu’en explicitant les dysfonctionnements, on incite les acteurs à se désolidariser les uns des autres progressivement, pour ménager une transition douce aux acteurs les plus fragiles et former, à chaque étape du durcissement de la norme de solvabilité, une opinion favorable à cette évolution.

5.1. Les trois vices congénitaux

- Trois problèmes inhérents aux injections en *open-bank* renforcent les risques moraux résultant du manque d'indépendance de la tutelle : la manière de sortir de ces procédures quand elles sont mobilisées pour des banques structurellement insolvables, quand la faillite est exclue ; l'intégration de considérations étrangères à la règle de faillite dans la formulation de ces programmes ; leur mauvaise assise juridique, substituant des contrats d'objectif et une sanction des actionnaires privés à négocier au préalable, à une relation d'actionnaire classique pour l'Etat mais prévoyant des sanctions systématiques pour les propriétaires privés.
- Le premier problème est posé par **la sortie de procédure**. La fin d'une procédure de faillite est toujours une remise sur le marché, soit par liquidation, soit parce que le redressement est achevé ou en voie d'achèvement. Dans le cas d'une injection, l'issue est la faillite légale ou la cession au secteur privé des actions détenues par le DIC. Le problème est qu'une injection n'engage pas seulement la banque bénéficiaire, mais aussi l'Etat. Une banque massivement insolvable et qui pourtant bénéficie de ces programmes sans conditionnalités strictes dès le départ n'est pas incitée à entreprendre une restructuration radicale. Le seul objectif des actionnaires sera d'accumuler assez de réserves pour racheter les actions émises auprès de l'Etat. C'est ce qui se passe au Japon : le redressement de la rentabilité bancaire n'est pas nécessaire puisqu'avec un capital social restreint, un ROA faible n'empêche pas l'enrichissement de l'actionnaire³⁸⁸. Dans ce cas, les injections n'achètent que du temps. Ces opérations étant par définition limitées dans le temps, le risque est qu'à terme, l'Etat ait à faire face à l'alternative suivante : soit il se retire d'une banque dont le Tier 1 sera principalement constitué de réserves sans qu'il y ait eu de changement profond de la qualité de son offre de crédit, soit il constate l'échec, exerce ses droits, prononce la faillite et nationalise. Mais dans ce cas, en tant qu'actionnaire principal, il est le premier perdant. La perspective de la nationalisation et de l'affichage de pertes en capital n'est jamais agréable à l'acteur public parce qu'il prend un risque direct et illimité. Le cas échéant, il devient propriétaire d'une banque qui doit être profondément restructurée. Pour la revendre dans de bonnes conditions et ne pas afficher de pertes, il va probablement devoir la conserver longtemps. Or les pertes immédiates peuvent être reprochées aux dirigeants politiques, alors suspectés d'avoir injecté des fonds dans une banque dont on découvrira qu'elle était depuis longtemps insolvable. La FSA est dans ce dilemme : elle n'a pas les moyens et les compétences qui lui permettraient d'exercer ses droits sur plusieurs grands établissements, et sa direction prend également un risque en déclenchant une faillite, parce qu'on peut lui reprocher de n'avoir pas exercé ses droits

³⁸⁸ Si la politique de dividende est restreinte, la conclusion est la même : au lieu d'être distribués, les dividendes sont mis en réserves. Les actionnaires récupèrent ces profits sous la forme d'une revalorisation des actions en bourse. La seule manière pour l'Etat de réduire cet effet est d'interdire le rachat des ADP de l'Etat par les banques elles-mêmes –au Japon les banques peuvent le faire à leur rythme–. De cette manière, les réserves constituées sont réparties sur une base en capital beaucoup plus large et donc bénéficient beaucoup moins aux anciens actionnaires.

d'actionnaires dès qu'elle pouvait le faire, en mars 2001 pour les injections de 1999³⁸⁹. Le dispositif prudentiel de coercition est donc paralysé, prisonnier dans l'actionnariat de banques qui ont bénéficié d'injections infondées au départ. Il n'est pas étonnant que dans ces conditions, les défauts de *Resona* et d'*Asbikaga*, en juin et novembre 2003, n'ont pas été précédées d'injonctions officielles de redressement d'activité.

• Le deuxième vice de ces programmes d'injection tient au non-respect de la ***dimension strictement microéconomique de la faillite***.

(i) Suite à une loi votée par la Diète début 1999, dans le but d'atténuer le *capital crunch* d'alors, la FSA a été amenée à imposer aux banques souscrivant aux programmes d'injection, des objectifs individuels de développement du crédit aux PME, contradictoires avec l'assainissement des bilans et le redressement de la rentabilité bancaire³⁹⁰. Il pèse sur les marges et, dans un contexte de crise, organise une concurrence destructrice. Sur le plan légal, la FSA est placée en position difficile : toute banque est en mesure de contester une injonction administrative de la FSA pour manquement aux objectifs de réduction des créances douteuses ou performances inchangées de la rentabilité bancaire. Les pertes imputées aux actionnaires en cas de faillite peuvent alors être contestées en Justice par ces derniers au titre que ces objectifs quantitatifs imposent des prises de risque et, par conséquent, une garantie publique³⁹¹.

(ii) Les conditions d'accès à toutes les procédures d'injection en *open-bank* intègrent des considérations, autorisant un usage détourné au bénéfice de banques insolubles. Dans le cas du programme central d'injection (*DIC Law*), la procédure classique de vérification de la solvabilité de la banque par un audit de la tutelle peut être remplacée par une procédure expéditive, en cas de risque systémique ou d'impact négatif sensible sur l'économie régionale (Art. 102.1.(1) DIC cf. Encadré 15). Puisqu' on estime ne pas avoir le temps d'attendre l'avis de l'audit officiel, la banque ne doit qu'être *supposée solvable* par le *Conseil du Système Financier*, celui

³⁸⁹ Cette appréhension s'appuie sur un exemple concret : quand la Banque du Japon a injecté des fonds dans *Nippon Credit Bank, Tokyo-Kyodo* dans la structure de liquidation des *jusens, Housing Loan Administration Corp* en 1996 et 1997, elle a dû enregistrer une perte en capital, en moyenne de 43%, quand NCB fut placée en faillite et les actifs des deux autres structures vendues au DIC en 1998. Une des conséquences fut la mise à l'écart de plusieurs hauts fonctionnaires de la banque centrale et du Ministère des Finances.

³⁹⁰ Pour atténuer le *capital crunch*, la Diète avait inscrit dans le programme d'injection de mars 1999 l'obligation faite aux banques bénéficiaires d'insérer dans leurs plans de redressement des objectifs de croissance du crédit aux PME. Ces objectifs ont été relevés au moment de l'introduction des nouveaux programmes d'injection en 2002 et récemment encore dans le *Financial strengthening program* de 2004, qui engage pourtant un grand nombre de réformes structurelles allant dans le but de développer le rôle des marchés financiers. Ces objectifs ont pris une tournure inquisitoriale en octobre 2002, quand la FSA a créé une hotline à disposition des PME pour avertir la tutelle d'un durcissement du comportement des banques. L'idée hautement spéculative était qu'en contraignant les banques à consommer leur capital pour les PME, elles allaient être obligées de laisser tomber leurs gros emprunteurs défaillants. En mars 2003, la FSA a dû introduire officiellement cet objectif de crédit PME dans son dispositif PCA, de sorte que depuis, plusieurs banques ont fait l'objet d'injonctions administratives visant le respect de cet objectif.

³⁹¹ Lors de la remise sur le marché de la banque défaillante LTCB, sous le nom de *Shinsei Bank*, une des difficultés de négociation de la clause de partage des pertes résulte du maintien de cet objectif à la nouvelle banque, puisque l'Etat refusait de lâcher une partie de ses parts. Le résultat ne s'est pas fait attendre : une série de procès relatifs au partage des pertes de la nouvelle banque.

qui juge aussi de la dimension systémique de la crise ! Ce genre de considérations n'a rien à faire dans une règle de faillite. La procédure d'administration provisoire et d'audit existe précisément pour cela (Art. 102.1. (2) DIC) et peut au besoin s'appuyer sur le prêteur en dernier ressort. On peut juger du choix de la procédure suivant le caractère structurel ou temporaire de la crise de solvabilité, mais pas en fonction de son impact sur l'environnement. C'est cet argument qui a été utilisé pour sauver *Resona*, son insolvabilité n'ayant été reconnue qu'après (cf. Encadré 19) Il est une porte ouverte à l'injection pour les grandes banques nationales et régionales insolubles et à deux écueils que le sauvetage de *Resona* n'a pas évité : l'idée que les grands établissements ou à structures complexes sont traités différemment des petits (*too-big-to-fail*) et l'idée que leurs actionnaires sont *a priori* choyés parce que nécessairement mieux traités à travers des injections qu'à travers la faillite. Les autorités japonaises ont réitéré l'erreur plus récemment : le programme d'injection introduit en 2004 et adressé aux banques régionales (*Financial Function Reinforcement Law*) contient le même avatar. Il est ouvert aux banques '*solvables mais fragiles, risquant d'avoir un impact négatif sur l'économie locale*'. Après l'exemple de *Resona* et compte tenu du relâchement qualitatif de ce programme³⁹², il institutionnalise le *too-big-to-fail* régional.

- Troisième et dernier défaut limitant la capacité de pression de la tutelle : la faillite implique la définition d'un certain nombre de règles *ex-ante* qui limitent les comportements opportunistes que cet événement peut nourrir, au moment de la faillite et par anticipation de l'événement. Dans le cas des injections, qui sont des procédures de faillite *de facto*, **les textes de loi les définissant laissent trop de marges à la négociation au cas par cas**, sur les conditions de partage des pertes (coût, plafond et remboursement), d'exercice des droits de l'actionnaire public, de restructuration réelle, etc. On ne parle pas du contenu des plans de redressement des banques, qui doivent correspondre aux problèmes particuliers de chaque banque. Ce manque de précision vient de ce que l'injection en *open-bank* n'est pas pensée de manière cohérente, c'est-à-dire comme une institution de faillite. Au lieu de la concevoir comme un contrat d'actionnaire, où l'Etat fixe seul ses règles d'intervention, et quand et comment il doit liquider ses participations, pour ensuite discuter les plans de restructuration, l'injection est construite comme un contrat d'objectif, tandis que seul son non-respect autorise l'Etat à devenir actionnaire actif. Cette approche met systématiquement une tutelle dans une position bancaire dans les négociations préalables, car celles-ci interviennent soit pour l'ensemble des banques (celles de 1998-99), soit soudainement, dans l'urgence, et dans les deux cas, elle est sous très forte pression. Surtout, elle fait de l'intervention de l'actionnaire public un nouvel enjeu, au lieu d'être une conséquence normale de la participation au capital, nouvel enjeu qui peut être difficile à justifier quand cette la nationalisation partielle doit intervenir alors que la norme de solvabilité officielle ne reconnaît pas

³⁹² Cf. Tableau de l'annexe n°11 pour un descriptif des programmes d'injection.

l'Etat d'insolvabilité. En 2001, la FSA a constaté qu'aucun des objectifs fixés aux banques de ROA, ROE, de réduction d'actif et de traitement des prêts non-performants n'était respecté pour aucune banque. Mais elle n'a pas converti ses ADP en actions ordinaires. Il était difficile de justifier politiquement un tel geste à l'égard de banques qui, grâce aux avoirs fiscaux, affichaient des ratios de solvabilité supérieurs à 10%. Surtout, l'attitude non-coopérative de la totalité des banques les solidarisaient face à une tutelle non-indépendante et qui pouvait trouver, dans cette situation, deux arguments pour justifier sa faiblesse : quand tout le système bancaire est fragile, les objectifs chiffrés des plans de redressement dépendent de la conjoncture et doivent, en outre, être évalués à l'aune de la difficulté à respecter les objectifs de crédit PME discutés plus haut.

- La substitution de contrats d'objectifs au contrat d'actionnaire comme mode d'intervention de la tutelle sur les banques bénéficiaires d'injections en *open-bank*, injustifiable en soi, a contribué à sensibiliser davantage les décisions de la tutelle à des considérations étrangères à la règle de faillite, en cimentant la communauté bancaire largement insolvable autour d'un intérêt commun : le refus de la nationalisation. Après avoir constaté son impotence en 2001, la FSA a cessé de durcir et d'affiner les plans de redressement qui, seuls, étaient sans intérêt. Elle a alors concentré son effort sur l'amélioration qualitative des procédures d'injection : c'est d'abord la transparence qui, en différenciant les situations bancaires individuelles, doit casser le consensus. Ensuite, en explicitant le processus de décision à l'intérieur des banques, elle va pouvoir aussi cerner les responsabilités individuelles des dirigeants, et en étant mieux capable d'en expliciter le sens, substituer la sanction contre ceux-ci à celle contre les actionnaires.

5.2. *La séparation des actifs doit acter le dépôt du bilan*³⁹³

- La faillite commence par le dépôt du bilan entre les mains de créanciers. A partir de là, on évalue la qualité des actifs, pas seulement pour calculer le montant des pertes, mais aussi pour diagnostiquer leurs sources. Le traitement du bilan ne consiste pas à restaurer un équilibre comptable mais à valoriser les actifs au mieux. Il est par conséquent essentiel de commencer par isoler les sources de perte, afin d'éviter que les risques moraux –que leur accumulation produit– n'affectent les actifs sains. Ce principe de séparation des bilans est d'autant plus nécessaire que l'acteur en difficulté est de grande taille et de structure complexe. C'est un principe de gestion de la faillite qui doit être appliqué dès lors que la discipline de marché fonctionne mal, soit parce que la supervision allège les normes officielles de solvabilité, soit parce qu'elle instaure une protection des passifs exceptionnelle, ou parce que plus directement, elle prend part à son capital, sous forme d'injection en *open-bank* ou par la mise en faillite.

³⁹³ Le principe de séparation des actifs va de la simple transparence comptable sans séparation de compte –le traitement des pertes est effectué au niveau du réseau des agences commerciales–, à la séparation de compte mais au sein de la même structure bancaire –les pertes sont transférées à un département spécialisé, voire à une filiale–, jusqu'à l'externalisation, c'est-à-dire la cession définitive des actifs dépréciés.

● Qu'en est-il pour le Japon ? L'introduction de ce principe ne date pas de 1998, quand la règle de faillite est refondue. Le motif profond de la réticence de l'Etat à recourir à la faillite bancaire est la protection des emprunteurs défaillants et, pour que ce principe soit introduit, il faudra d'abord que la tutelle reconnaisse le caractère structurel de la crise. On a vu que dans la gestion des faillites entre 1998 et 2001, la procédure de *Special Public Management* n'intègre pas ce principe sous la forme d'une règle systématique et ne donne pas le champ libre à l'administrateur public provisoire pour opérer la séparation des actifs en masse. Cette absence est d'autant plus regrettable qu'à cette époque, les normes comptables et de transparence sous-évaluent encore les pertes³⁹⁴ et la politique monétaire de taux zéro complique singulièrement le repérage des risques de crédit en réduisant les coûts de portage. Les banques sont alors cédées avec de gros contingents de créances douteuses, contraignant l'Etat à négocier des clauses de partage des pertes secondaires qui lui sont défavorables.

Ce problème disparaît avec l'introduction de l'article 102.1.(3) dans les statuts du DIC, qui impose la séparation systématique des actifs en nouveau/ancien comptes et celui d'externalisation systématique des actifs douteux, quelle que soit l'issue de l'administration provisoire, la *bridge bank* ou la cession. D'une manière générale, **la division des bilans est imposée dès lors que l'Assistance Financière du DIC est déclenchée**, c'est-à-dire quand des financements sont octroyés dans le cadre d'une procédure légale de faillite, ouvertes par un juge, ce qui n'est pas le cas des injections en *open-bank*. Mais même dans ce cas, il existe deux points faibles : (i) cette division n'impose pas la publication des performances individuelles des comptes, de sorte que si la tutelle peut contrôler le comportement des nouveaux dirigeants, les marchés ne le peuvent pas ; (ii) la loi de faillite de 1998 qui a servi à LTCB a été réintroduite dans les statuts du DIC sous le titre du chapitre 102.1.(2). C'est en fait une mise en administration provisoire classique (Art. 74 DIC), qui peut autant s'attacher aux banques solvables faisant l'objet d'une injonction administrative qu'aux banques insolubles. Dans la mesure où cette procédure ne conduit pas systématiquement au transfert de propriété de la banque, l'administrateur n'a que des pouvoirs limités de restructuration, les actionnaires demeurant décideurs sur la recomposition en masse des bilans. Autant cette procédure doit exister pour assurer une continuité dans l'échelle des sanctions du dispositif PCA, autant il est dangereux qu'elle s'applique aux banques insolubles. Cette mise sous administration provisoire peut s'apparenter à une garantie totale implicite sur les passifs, qui protège la banque des pressions du marché –or ceci est la caractéristique du chapitre 102.1.(3) –. Le DIC n'a alors pas besoin d'activer son assistance financière, et dans ce cas, la division des comptes n'est pas imposée. Compte tenu du caractère général de la crise de

³⁹⁴ C'est le moment où la FSA publie les résultats de ses premières inspections relatifs au sous-provisionnement des risques bancaires.

gouvernance des banques japonaises, imposer la séparation des bilans et une externalisation systématique des pertes, vers la RCC par exemple, serait souhaitable.

• ***Qu'en est-il des injections en open-bank ?*** Pour les programmes antérieurs à 2002, c'est-à-dire pour la quasi-totalité des banques bénéficiaires, le principe de séparation de comptes entre les actifs dépréciés/sains était complètement absent, ainsi que l'externalisation des pertes. Comme un contrat ne peut être modifié unilatéralement, la tutelle ne peut guère imposer ces contraintes aux banques bénéficiaires qu'à travers la loi bancaire générale. Mais celle-ci ne peut au mieux que procurer des incitations à l'isolement des pertes³⁹⁵. Le principe de séparation obligatoire des comptes ancien/nouveau est toutefois systématiquement inclus dans les programmes d'injection postérieurs à 2001. C'est notamment le cas pour celui introduit en avril 2003 et dont *Resona* a bénéficié (*DIC Law 102.1.(1)*). Toutefois, la séparation des comptes ne s'accompagne pas de la publication des performances individuelles de chacun. Dans le cas de *Resona*, par exemple, les seules données disponibles sur ces comptes séparés portent sur leur taille et leurs performances anticipées à leur création. Cette omission est regrettable, car c'est en fonction de ces différences que l'on peut évaluer les traitements appliqués aux pertes d'un côté, et l'évolution de la qualité de l'offre bancaire nouvelle de l'autre. Cette contrainte de transparence est un levier important de la pression à exercer sur les dirigeants pendant le temps de la mobilisation des fonds publics.

5.3. Droit de contrôle et traitement financier des actionnaires : un effet d'aubaine

• ***Le problème du droit de contrôle se pose avec une acuité particulière dans les procédures d'injection en open-bank*** parce qu'elles impliquent souvent une prise de risque de l'Etat sans que l'apport de fonds publics s'accompagne d'emblée de droits de vote à la hauteur de cet apport. La plupart du temps, des ADP convertibles sont utilisés comme support plutôt que des actions classiques, assurant un contrôle potentiel plutôt qu'effectif du bénéficiaire. C'était le cas aux Etats-Unis en 1933 (cf. 1.2.2.), et c'est le cas au Japon. Le risque moral porté par cette dissociation est censé être corrigé par une politique de dividende contrainte, par un apport de capital plafonné et par une limite de temps définie avant l'injection. C'est la raison pour laquelle ces procédures ne sont pas adaptées à la résolution de crises structurelles, quand l'aléa de moralité est enraciné dans les comportements de crédit. Ce raisonnement suppose aussi que la pression exercée sur les actionnaires se répercute sur les dirigeants, alors incités à adopter une politique de restructuration interne adéquate. C'est l'approche de marché standard sur laquelle s'appuient les OPA boursières, où une pression exercée sur les droits de propriété incite leurs détenteurs à

³⁹⁵ Rappelons que les injections en *open-bank* sont réalisées sur une base volontaire, ce qui implique que les conditionnalités attachées ne dépendent pas de la réglementation prudentielle, mais ressortent du contrat privé : elles ne peuvent être modifiées que si le nouvel actionnaire convainc l'assemblée des actionnaires de les modifier.

mieux les valoriser, en améliorant la qualité de leur gestion. Supposer que la pression sur les actionnaires via la politique de dividende conduit à une amélioration de la qualité de l'offre de crédit revient à formuler deux hypothèses : (i) les actionnaires ont effectivement un objectif de rentabilité de leurs placements financiers et sont donc dynamiques, et derrière cela, il y a l'idée que les structures de gouvernance leur permettent de savoir précisément ce qu'il se passe dans la banque ; (ii) la norme de solvabilité officielle est réaliste, autrement dit, l'effet de levier d'endettement est maîtrisé parce que le capital de la banque est principalement fondé sur l'apport initial des actionnaires. Ces deux hypothèses ne sont pas vérifiées au Japon et expliquent que les pressions sur l'actionnariat des banques ne sont pas efficaces, même si depuis FY2005 de nets progrès ont été observés.

Dans ces conditions de gouvernance opaque et de norme de solvabilité molle, les procédures d'injection devaient être beaucoup plus agressives qu'en 1933 dans leur contenu, sur le plan du traitement du capital des actionnaires –pour réduire l'effet d'aubaine–, comme sur le plan de l'usage des droits de contrôle –pour imposer les augmentations de capital et casser les gouvernances opaques–. Cette agressivité n'aurait pas permis de neutraliser la norme de solvabilité molle, mais elle aurait contraint les banques à s'engager dans la restructuration. Elles auraient ainsi renforcé la crédibilité et donc réduit le coût de toute façon élevé de la stratégie de stabilisation bancaire en douceur employée par les autorités. On voit ci-dessous que le traitement financier des actionnaires a été beaucoup trop léger et a produit un véritable effet d'aubaine. La section suivante montre que l'usage des droits de contrôle a été encore moins agressif qu'en 1933, même s'il s'est durci depuis.

- La manière dont est géré un défaut dans le cadre de la faillite structure les comportements des agents en amont, sur le marché concurrentiel. C'est pour cela que le partage des pertes doit se conformer le plus possible à ce que la discipline des contrats prescrit. L'actionnaire doit être le premier et le plus lourdement sanctionné. La mise en faillite d'une banque prévoit ainsi, d'entrée, la nullification du capital des actionnaires et souvent –mais pas au Japon–, leur éviction de la procédure, même au cas où ils voudraient participer à la réintroduction de la banque sur le marché. Dans une injection en *open-bank*, la nullification du capital n'est théoriquement pas acceptable, puisque les banques sont supposées structurellement solvables. D'une certaine manière elle s'apparente à une procédure de type *Chapter 11* pour cause d'*Insolvency in the equity sense* (cf. Chap. V – 2.2.). Par contre –et comme le prévoit le *Chapter 11*–, la mobilisation de fonds publics étant un événement anormal dans le marché, l'actionnaire doit être sanctionné, et cette sanction doit intervenir dès l'entrée dans la procédure et sans qu'il soit possible d'espérer une compensation totale à son issue. La procédure impose aussi, par nature, que le coût final de l'opération pour l'Etat soit nul ou bénéfique. Dans le cas contraire, il s'agit d'un transfert net de richesse de l'Etat à l'actionnaire. Une perte engrangée par l'Etat est concevable pour une faillite bancaire parce qu'elle s'apparente au coût de préservation du bien public qu'est la qualité de la circulation monétaire. Ce n'est pas le cas pour une injection. La valeur ajoutée apportée par sa mobilisation doit revenir entièrement à l'acteur public. Ce n'est pas du tout ce qu'il s'est passé ici.

● Il est un peu tôt pour calculer **la rentabilité nette des injections pour le DIC** au Japon. Il engrangera probablement un bénéfice conséquent. Sur ce type d'opérations, des pertes directes ne peuvent apparaître que si l'injection débouche sur une mise en faillite. C'est le cas pour les deux grandes nationalisations de 1998 et pour *Ashikaga* en 2003. Sur les autres, le DIC a annoncé fin mars 2005, qu'il avait engrangé 1 trillion de yens de plus-values latentes sur les actions bancaires qu'il détient au titre des injections, ce qui représente un rendement de 8,5%, sans compter les dividendes prélevés³⁹⁶. A la faveur de la reprise boursière, ce chiffre dépasse 20% pour les participations liquidées avant avril 2006. L'opération est donc bénéficiaire. Mais on doit relever ceci : ce résultat reflète le redressement général de la conjoncture financière, et non une amélioration de la rentabilité individuelle de la banque. C'est cohérent avec l'usage théorique des injections en *open-bank*, mais au Japon, comme cet usage a été détourné pour résoudre une crise d'insolvabilité générale structurelle, il est bien possible que la forte revalorisation des actions bancaires, dont l'Etat a bénéficié, reflète aussi un aléa de moralité au profit des actionnaires : la norme de solvabilité s'est durcie, mais après une longue période de traitement des pertes, et suite à des émissions de fonds stables peu coûteuses, en raison de l'embellie conjoncturelle et de la protection dont ces fonds ont bénéficié par le passé. Voyons cela.

● **Qu'en est-il du traitement des actionnaires ?** Il n'est pas possible de donner une évaluation du coût net qu'ils supportent, mais on sait que leurs opportunités de gains doivent être restreintes. (a) Le moyen le plus classique est de contraindre la politique de dividende et d'imposer un rendement élevé sur les actions détenues par l'Etat, suivant le principe de Bagehot appliqué au prêt en dernier ressort. La prime exigée multipliée par la masse des émissions d'ADP doit absorber les gains issus de l'éloignement du risque de défaut et compenser l'effet d'aubaine d'un actionnariat public stratégiquement neutre –l'argument '*anti-OPA*'–. Dans le cas des banques japonaises, les dividendes sur les ADP de l'Etat sont anormalement faibles³⁹⁷. Plus encore, la norme de solvabilité molle leur permet d'intégrer dans leurs fonds propres des actifs sans droits de contrôle (avoirs fiscaux notamment), dans des proportions bien plus importantes que les fonds publics injectés qui, à l'exception de ceux mobilisés pour *Resona* en 2003, sont de taille relativement limitée. Le levier d'endettement des actionnaires bancaires est donc très élevé, avant même de prendre en compte ces injections. Dès lors, les sanctionner à travers la seule contrainte de dividende n'a aucune chance de les inciter à engager une politique radicale de réduction d'actifs et de réforme du modèle bancaire, ou à entreprendre des augmentations de capital vers le secteur privé. Le gel des dividendes sur les actions ordinaires –qui n'est pas imposé au Japon– ne servirait à rien, puisque le gonflement des réserves de profits est de toute façon valorisé dans les

³⁹⁶ NIKKEI, *Paper profits on gov't bank shares up 64% at Y1 thn*, may 11th 2005.

³⁹⁷ Ils sont variables selon les émissions. Mais le taux moyen appliqué évolue autour de 1,064%, ce qui est inférieur de 10 à 20 points de base au dividende annuel moyen de la première cote de la Bourse de Tokyo depuis 2001 (TSE *Fact Book* 2005 et Tableau 21 en annexe n°21).

cours. (b) Le deuxième moyen de réduire l'opportunité de gain est d'imposer une taxe au rachat par la banque des actions émises pour l'Etat –si le rachat par la banque est permis–, en convenant d'un prix de remboursement à un multiple du prix du marché, suffisant pour absorber les plus-values des actionnaires privés au moment de l'opération. Or la référence utilisée par le DIC est dans tous les cas –rachat ou remplacement sur le marché ouvert– le prix du marché³⁹⁸. (c) Le troisième et dernier moyen est d'imposer une taxe d'entrée, sous forme d'une réduction de capital *de facto*, pour compenser les anticipations de profits futurs par une perte certaine immédiate. Cette possibilité aurait été la plus juste, compte tenu des circonstances. Elle aurait limité *ex-post* les possibilités de gain opportuniste sur la revalorisation des cours boursiers, résultant de l'aide publique, mais n'a jamais inquiété les actionnaires japonais³⁹⁹.

Au total, ces injections constituent un véritable *effet d'aubaine* pour eux. Dans le cas de *Resona*, le cours de la holding est passé de moins de 70 yens au moment de l'opération à 140 yens en fin d'année et 200 yens en mai 2005. Pour cette valeur comme pour toutes les autres valeurs bancaires, la croissance des cours a dépassé de très loin la performance de l'indice, cet écart étant corrélé positivement et significativement avec la fragilité et la taille de la banque⁴⁰⁰. Ainsi, quand le *Wall-Street Journal* propage la rumeur qu'Ashikaga, en grande difficulté, pourrait bénéficier d'une injection en *open-bank*, son cours boursier remonte fortement ! C'était juste après la résolution du cas de *Resona*, dans laquelle la seule sanction appliquée aux actionnaires fut la dilution des droits. Le refus systématique de la faillite et l'utilisation des programmes d'injection comme substituts a bel et bien généré un risque moral sur les actionnaires des grandes banques. Ici, l'aléa moral sur les actionnaires a pu être perçu directement dans le cours de la banque régionale (Ito [2003]).

- Les autorités se sont toujours interdites la réduction du capital social dans les plans d'injection, suivant l'argument que les banques sont solvables. Même le cas échéant, cet argument ne tient pas. Dès lors qu'on entre dans une procédure bancaire visant à modifier la richesse nette d'une institution sur fonds publics, la réduction de capital est parfaitement légitime s'il s'agit de réduire le risque de recours opportuniste à l'injection, parce qu'il introduit un coût d'entrée immédiat et limite *ex-post* les possibilités de profit opportuniste. Dans le cas des banques, la réduction de capital n'est pas attachée à la seule faillite légale⁴⁰¹. C'est un des éléments dont le régulateur use

³⁹⁸ Financial Reconstruction Commission : *Exercice of the conversion options of the convertible preferred stocks*, june 29th 1999.

³⁹⁹ L'injection sous la procédure *DIC Law* prévoit la réduction automatique du capital (Art. 106), mais il s'agit du capital au sens des fonds propres, et non du capital social. Elle ne précise pas s'il s'agit d'une réduction avec ou sans compensation. Dans tous les cas, la réduction des fonds propres a été compensée par un réhaussement des réserves.

⁴⁰⁰ Les cours des grandes banques sont multipliés par cinq entre juin 2003 et mai 2005, contre un multiple de trois pour les banques régionales cotées. *UFJ Holding*, par exemple, en grande difficulté avant son rapprochement avec *Mitsubishi Tokyo FG*, a vu son cours passer de 100 à 500 yens, la même amplitude que pour *Mizhuo*, qui a elle augmenté son capital d'un trillion de yens fin 2003. Les cours de *Sumitomo Mitsui FG* sont passés de 240 à 730 et *Mitsui Trust Hldg* de 200 à 1000. Leurs filiales bancaires les plus fragiles étant celles qui ont le plus augmenté.

⁴⁰¹ Rappelons à ce titre qu'il n'y a pas d'obstacle légal à cette sanction. L'injection est un accord entre une tutelle qui propose ses conditions d'accès et une banque qui choisit ou non d'y accéder. Ici, la réduction de capital n'est pas imposée mais proposée en vote à l'assemblée des actionnaires.

pour réduire le risque moral. Depuis que le principe de séparation des actifs est respecté, c'est véritablement le dernier chaînon manquant pour assurer la continuité de la règle de faillite au Japon. ***L'émission d'actions ordinaires à la place des ADP, comme ce fut le cas pour la première fois dans Resona, n'est certainement pas une réponse adaptée. Il faut une sanction immédiate et fermant tout échappatoire : la réduction du capital et l'interdiction du remboursement par rachat des ADP publiques.***

5.4. Sortir de la procédure par conversion/liquidation des participations : la convergence tardive des droits de contrôle de l'Etat vers ses droits de propriété

- Comme la question du traitement financier de l'actionnaire renvoie à celle de l'assainissement, et que celle-ci implique la réduction de l'effet de levier de la dette sur les fonds propres, on voit comment les procédures d'injection cherchent à compenser l'effet d'aubaine par un durcissement des conditions de sortie de procédure : des conditions de remboursement des fonds injectés, qui doivent permettre d'imposer la réduction de l'effet de levier, et des conditions de conversion des ADP en droits de contrôle, qui doivent menacer les actionnaires anciens de perdre la main sur la banque. Sur ces deux points, les procédures d'injection ont été scandaleusement à l'avantage des actionnaires. Les droits de contrôle associés aux fonds injectés, auparavant restreints, ont tardivement convergé vers les droits de propriété qu'ils expriment. Mais les conditions de réduction de l'effet de levier associées aux remboursements n'ont pas été durcies, de sorte que les émissions de capital par les banques couvrent partiellement ces derniers, et n'intègrent pas assez d'actions ordinaires. L'effet de levier baisse peu et la capacité de prise de risque des banques baisse. L'incitation des actionnaires le borne à assainir les bilans, non à poursuivre de la réforme du modèle bancaire, la seule justification à la stratégie douce.

5.4.1. Réduire l'effet de levier par les conditions de sortie plus que par la norme de solvabilité : une solution non-utilisée

- Historiquement, ***la particularité des procédures d'injections en open-bank est d'instaurer une dissociation entre les droits de propriété et les droits de contrôle***, en utilisant comme support des ADP au lieu d'actions ordinaires. Cette dissociation, qui prend alors la forme d'un droit de contrôle potentiel plutôt qu'effectif, a été utilisée dans sa forme la plus simple par la RFC aux Etats-Unis, en 1933 (cf. 1.2.2.). Le DIC japonais y a aussi recouru, mais en dissociant encore davantage ces droits de contrôle et droits de propriété. C'est ce que l'on va voir maintenant. On va voir aussi qu'il va être obligé de revenir sur ce principe, évidemment dangereux dans un contexte d'aléa moral enraciné, à mesure qu'il constatera la résistance des banques à corriger leurs comportements de crédit, l'effet d'aubaine constaté à l'instant. Cette problématique des droits de contrôle potentiels/effectifs se rapporte en fait à celle de la sortie (clôture) de la procédure d'injection, et pose la question du libre usage de ces droits par l'Etat de deux manières : sous quelles conditions la sortie de procédure par remboursement de la banque elle-même est-elle

possible (hors conditions financières) ? Quelles sont les marges de manœuvre de l'Etat pour activer ses participations et sortir de la procédure en les liquidant sur le marché ?

• **La sortie de procédure par remboursement** touche directement à l'objectif de réduction de l'effet de levier recherché par la tutelle. Après la Grande Dépression aux Etats-unis, les autorités sont contraintes de rouvrir rapidement un système bancaire disposant d'un capital en partie détruit. Le risque moral potentiel de cette situation est restreint parce que la crise antérieure ne résulte pas de prises de risque excessives. Au contraire, les banques sortent traumatisées par les crises aiguës de liquidité et évoluent dans un environnement où traditionnellement, l'actionnaire n'a aucune protection. Même dans ces conditions exceptionnelles de réouverture, les banques s'ancrent immédiatement sur une règle de paiement dure, avec pour objectif prioritaire de réduire le levier d'endettement. Les injections en ADP permettant de soutenir les ratios bancaires, contiennent le risque moral sans avoir à sanctionner durement l'actionnaire. La menace suffit. Et elle est crédible, la RFC n'hésitant pas à intervenir dans la gestion des banques. Au Japon, où l'on tente de sortir d'une tradition de protection des actionnaires, l'aléa moral est enraciné depuis longtemps et s'exprime à travers une norme de solvabilité molle, où les actionnaires bancaires bénéficient d'un effet de levier considérable et parfaitement anormal si on le compare aux autres secteurs d'activité. Avant l'engagement de la politique structurelle, début FY2003, les fonds propres bancaires sont constitués d'avoirs fiscaux et de réserves disponibles dans des proportions excessives, et comme le capital social est quasiment inexistant (moins de 1% des risques pondérés à l'actif)⁴⁰². Il entretient une politique de prise de risque élevée puisque si les gains sont élevés, le rendement sur actions est colossal, tandis que si des pertes apparaissent, elle dépassent rapidement le capital et se reportent sur les autres passifs bancaires, dont les dépôts protégés. Les actionnaires peuvent alors s'accommoder d'un rendement global sur actifs faible, parce qu'il leur permet de soutenir un niveau de rendement élevé sur fonds propres. Ils n'ont pas intérêt à mettre les dirigeants sous pression pour relever la qualité du modèle de crédit de la banque. Dans cet environnement les banques peuvent sortir de la procédure d'injection par remboursement pour s'aligner sur cette norme de solvabilité.

Une clé du mécanisme de contrôle lié aux injections est de pouvoir imposer individuellement une réduction du levier d'endettement utilisé par les actionnaires, au-delà de celui prescrit par la norme de solvabilité. Au Japon, ce levier trop élevé aurait dû imposer, parallèlement à la politique de réduction d'actifs systématique (la politique structurelle '*par le bas*'), la transformation des fonds publics injectés en augmentations de capital définitives, c'est-à-dire non-rachetables par les banques ou compensées par des émissions nouvelles d'actions ordinaires, du capital pur et dur et non par des substituts de moindre qualité. La procédure se serait alors close par une

⁴⁰² En mars 1999, les 7,5 trillions de yens d'injections de fonds publics ont été accompagnés de 2 trillions de yens d'émission de fonds propres auprès du secteur privé.

augmentation de capital souscrite par le privé, atténuant l'effet d'aubaine. C'est là un premier point faible des programmes d'injection japonais. Jusqu'à FY2005, les banques peuvent sortir de la procédure par rachat anticipé et annulation des actions détenues par l'Etat, en les finançant complètement sur des bénéfices non-distribués. La pression à la réduction du levier d'endettement pouvait croître avec un délai de remboursement limité et/ou, pendant ce temps, avec une menace de perte de contrôle de la banque correspondant à un risque réel de conversion des ADP par l'Etat lui permettant, soit de liquider ses participations, soit de saisir la direction. Mais ce risque, faible au départ, assimilant véritablement le capital injecté à des prêts déguisés (du PDR sans règle de faillite !), a augmenté à partir de 2003, notamment à la faveur du durcissement de la norme de solvabilité (restriction à l'usage des avoirs fiscaux). Il est aujourd'hui *de facto* assez élevé pour assimiler les droits de contrôle aux droits de propriété auxquels ils sont rattachés.

5.4.2. L'usage des droits de contrôle par l'Etat

- Si les banques peuvent rembourser par anticipation les fonds injectés, le DIC, qui gère ces ADP, n'est pas libre d'en user comme il l'entend. Les conditions de conversion en actions ordinaires sont restreintes et le cas échéant, il ne peut pas envisager de les céder à un tiers sans l'accord de la banque⁴⁰³. Il ne peut donc valoriser ses participations ni en intervenant d'emblée dans la gestion de la banque, ni en les mettant aux enchères sur le marché, ce qui devrait pourtant être l'objectif d'une procédure de faillite. Ici l'issue de la procédure est soit le remboursement anticipé, soit la mise en faillite, soit une implication tardive dans la gestion de la banque, pour imposer 'sur le terrain' les restructurations. On sait la tutelle réticente à envisager la faillite, d'autant qu'elle placerait l'Etat au premier rang des perdants⁴⁰⁴. Elle devrait alors reconnaître la mauvaise qualité de sa procédure, être enquêtée, et assumer un risque politique difficile à envisager pour ses dirigeants⁴⁰⁵. La solution du remboursement anticipé est difficile à envisager aussi sans nouvelles émissions de fonds propres, compte tenu de la faible rentabilité des banques rapportée aux montants injectés. Et effectivement, les accords prévoient un délai qui va de cinq à

⁴⁰³ Le DIC ne peut alors réaliser des cessions que si trois principes sont respectés : l'opération (i) doit éviter les pertes pour les contribuables et ne doit pas déstabiliser (ii) la situation financière de l'établissement, (iii) ni les marchés financiers (Source : DIC : *Immediate guideline for disposal of preferred stocks acquired through capital injections*, July 8th 2004).

⁴⁰⁴ Il faudrait modifier le statut des fonds injectés de manière à ce que la sortie par la faillite pénalise non seulement les porteurs d'actions classiques, mais aussi, les dettes non-monétaires détenues par les actionnaires anciens et toutes les dettes subordonnées, avant de ponctionner les ADP détenues par l'Etat. Ce principe de différenciation des créanciers selon des critères étrangers au pur contrat de dette n'a rien de choquant. Il est couramment pratiqué dans la résolution des faillites d'entreprises sous la *Civil Rehabilitation Law* et par l'IRCJ, qui appliquent un traitement différent aux créanciers-actionnaires, créanciers 'habituels' et actionnaires anciens, par rapport aux petits porteurs.

⁴⁰⁵ Quand en 1998 *Nippon Credit Bank* est mise en faillite et *Tokyo Kyodo Bank* cédée par la Banque du Japon au DIC à sa valeur de marché, la Banque du Japon a dû reconnaître une perte de 100% sur les injections de capital dans la première et de 43% dans la seconde (Nakaso [2001]). Le scandale n'était pas en soi le financement monétaire de la perte mais d'avoir rendu explicite le recours aux fonds publics pour maintenir en activité des banques qui auraient du être mises en faillite. La peur des dirigeants actuels de la tutelle bancaire vient de ce qu'à l'époque, cette révélation a conduit à sanctionner lourdement plusieurs hauts fonctionnaires de la banque centrale et du Ministère des Finances. Aujourd'hui, au cas où la tutelle refuserait d'apposer sa garantie sur tous les passifs bancaires, des créanciers floués, pourraient engager un recours juridique contre elle pour dégradation de la valeur de leurs créances.

douze ans ! Dans ces conditions de sauvetage pour le moins libérales, les actionnaires n'ont lieu d'être pressés que si la menace de conversion est réelle et rapprochée, c'est-à-dire si un éventuel non-respect des conditions d'injections déclencherait effectivement l'implication de l'acteur public dans la gestion des établissements. Les banques pouvaient en douter.

• **Quelles sont ces conditions à la conversion des ADP ?** Une période de latence est organisée, pendant laquelle le DIC ne peut rien faire. Elle peut aller de six mois à sept ans, mais est en moyenne de trois ans pour les grandes banques : trois ans pendant lesquels les banques ne risquent rien ! Cette période passée, la conversion est envisageable, mais elle ne sera déclenchée que si les contrats d'objectifs de redressement négociés avec les banques ne sont pas respectés. Or les conditions de conversion attachées à ces programmes sont elles aussi trop lâches et inadaptées. Elles sont désignées sous le terme des *30% rules*. La conversion est déclenchée, si pendant deux années consécutives, le ROA est de 10% inférieur au plan de redressement signé avec la FSA au moment de l'injection, ou le ROE de 30% inférieur, ou encore si la banque ne verse pas de dividende sur les ADP pendant deux ans. Avec la flexibilité que les avoirs fiscaux donnent aux états comptables des banques, la contrainte des deux années consécutives de défaut sur les dividendes paralyse la FSA⁴⁰⁶. Les performances bancaires doivent aussi être jugée à l'aune de l'activité économique et de la performance moyenne des autres banques, ce qui neutralise pour beaucoup la règle⁴⁰⁷. L'éclatement de la bulle technologique et l'effondrement boursier jusque 2002 l'ont ainsi tout simplement paralysée sur 1999-2003. Ainsi, quand après 2001, la période de latence est passée pour nombre des banques bénéficiaires, et alors qu'aucune n'avait respecté son contrat d'objectif, la FSA n'a pas déclenché la conversion des ADP. Elle a alors montré que son dispositif ne fonctionnait pas ou, du moins, que les marges d'interprétation étaient trop lâches pour une tutelle non-indépendante. D'autres arguments s'ajoutent à ces défauts de construction pour expliquer les réticences de la tutelle jusqu'aux dernières phases de l'assainissement : les banques bénéficiaires des injections sont astreintes à deux objectifs contradictoires, de développement des crédits PME, depuis 1999, et de réduction de moitié des stocks de prêts non-performants entre octobre 2002 et mars 2005. Le premier est juridiquement opposable à la contrainte de redressement de la rentabilité. Quant au second, s'il est respecté, il indique un effort des banques que la tutelle ne doit pas décourager, sauf entrer dans une phase agressive qu'elle n'est pas certaine de pouvoir assumer, compte tenu de ses statuts et de ses moyens. Au total, la

⁴⁰⁶ Ils permettent aux banques de faire évoluer leurs résultats en accordéon d'une année sur l'autre, sans affecter excessivement leurs fonds propres : les pertes sur le résultat net d'exploitation bancaire créent des avoirs fiscaux qui remplacent les réserves utilisées pour financer les ADP. Le ralentissement des provisionnements l'année suivante dégage des profits qui financent la politique de dividendes. Dans ce schéma, les fonds propres se réduisent petit à petit mais quand la banque peut exercer son droit, la solvabilité de la banque est déjà trop dégradée.

⁴⁰⁷ D'abord parce que les grandes banques sont quasiment toutes bénéficiaires des programmes d'injections et plus en avance sur l'assainissement que les banques régionales, ensuite parce que les fluctuations boursières solidarisent les banques entre elles.

timidité et les contradictions internes à la politique prudentielle ne permettent pas à la FSA de se saisir de ses droits de contrôle quand la valeur des banques bénéficiaires d'injections se détériore.

• ***La tutelle est consciente de ce problème*** depuis 2001, dès qu'elle peut convertir les ADP. Mais ce n'est qu'à partir de la fin 2002, qu'elle décide de s'y atteler, quand elle voit que les banques provisionnent mais ne traitent pas leurs pertes. C'est le début de l'engagement de la politique structurelle de M. Takenaka. Le volet 'par le bas' comprend l'objectif de réduction du stock des prêts non-performants et la réforme du cadre de la relation de crédit discutée plus haut. Le volet 'par le haut', qui intervient en parallèle avec le resserrement progressif de la norme de solvabilité, consiste à resserrer le contrôle sur la direction des banques, plutôt que sur des actionnaires de toutes façons protégés. Comme la FSA ne peut modifier cette règle des 30% sans violer les contrats négociés avec les banques bénéficiaires d'injection, elle va doubler ce dispositif déficient en intégrant les accords de *business plan* dans son dispositif PCA classique, lui réservant le droit de créer un mécanisme d'intervention à l'intérieur de la période de deux ans et qui, en n'y incluant pas la conversion des ADP, n'enfreint pas le droit des contrats d'objectifs⁴⁰⁸. Ce dispositif correspond à l'esprit du nouveau modèle de gouvernance promu par le Comité de Bâle et permet de contourner le problème des avoirs fiscaux : dès que le ROE d'exploitation et/ou de résultat net tombe 30% sous l'objectif fixé par le *business plan*, la FSA se réserve le droit d'émettre une injonction pour évincer les ou des dirigeants, pour réorganiser le conseil d'administration en engageant individuellement la responsabilité de ses membres, et pour geler leurs bonus et les salaires des employés. Ce dispositif ne lui permet toujours pas d'engager des réformes radicales à l'intérieur des banques, comme elle l'a fait pour *Resona*, mais elles lui donnent des droits proches de ceux d'un actionnaire –exclusion faite du pouvoir de proposition–. Elle en usera immédiatement en émettant quinze injonctions administratives en août 2003⁴⁰⁹, et par la suite encore à plusieurs reprises⁴¹⁰. Ces remontrances officielles à l'égard des banques dont l'Etat est actionnaire créent un précédent. Elles indiquent une nette montée de la pression sur la direction des établissements, les actionnaires n'ayant alors plus rien à dire. Cette pression est généralisée aux institutions régionales quand, en 2004, la FSA exige d'elles aussi un plan de redressement de la rentabilité globale et d'exploitation à moyen terme, s'appuyant un dispositif identique à celui des grandes banques⁴¹¹.

A travers ses consultations Article IV, le FMI s'est plusieurs fois inquiété de ce que la FSA n'exerçait pas ses droits de conversion. Dans celui d'août 2004, il estimait cette action nécessaire

⁴⁰⁸ *Clarification of 30% rule*. Source : FSA : *Tightening application of supervisory actions and clarifying criteria to convert government held preferred shares*, April 4th 2003.

⁴⁰⁹ La FSA cible alors le non-respect des objectifs d'assainissement. Elle exige d'eux un plan de redressement d'activité dans les deux mois, avec suivi complet tous les trimestres.

⁴¹⁰ *Sumitomo-Mitsui FG* reçoit une injonction administrative le 22 juillet 2005 pour manquement aux objectifs de rentabilité. Son plan de rattrapage en août, reformulé en août, est vérifié chaque trimestre.

⁴¹¹ Cette extension de la règle fait partie du *Financial Function Strengthening Act*.

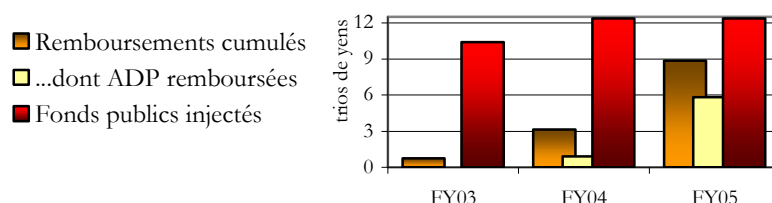
compte tenu du retard des grandes banques dans leurs objectifs de réduction des prêts non-performants. Outre que les comptes arrêtés en mars 2005 montrent que celles-ci ont bel et bien atteint l'objectif de réduction de moitié de ces pertes, nous avons vu que ce critère n'avait pas été spécifié dans les conditions de conversion. Il faut le regretter, mais le résultat *ex-post* montre que cette contrainte n'était pas nécessaire. Néanmoins :

(i) On vient de voir que la FSA a substitué à ces droits de contrôle effectifs une pression indirecte, qui pour être moins brutale et radicale, a tout de même sensiblement amélioré la qualité de la politique bancaire. Relevons ici que ce moyen détourné, qui consiste à responsabiliser les dirigeants directement, impliquait aussi de ***sortir la gouvernance des banques de l'opacité***. En effet, la pression sur le seul dirigeant d'une banque fonctionne mal quand les décisions stratégiques à l'intérieur des banques sont prises de manière collégiale et par des organes qui monopolisent l'information nécessaire à la formulation des choix. La section suivante explique en quoi consistent l'opacité des systèmes traditionnels de gouvernance et les réformes entreprises depuis pour améliorer leur transparence. Relevons ici que la réponse implicite de la FSA au FMI a été le *Strengthening finance Function Act* de septembre 2004, qui entre autres, généralise le modèle de gouvernance du Comité de Bâle d'ici 2008 et renforce l'indépendance des audits (cf. Encadré 18). Voilà donc l'ironie du sort. Ces réformes profondes sont devenues nécessaires quand l'Etat a refusé d'exercer ses droits de contrôle, précisément parce que, comme pour les relations de crédit dans la réforme 'par le bas', la FSA a voulu substituer au durcissement des droits de propriété la transparence des relations entre les dirigeants, salariés et actionnaires.

(ii) En octobre 2005, la FSA a doublé cette pression sur les dirigeants d'une pression sur les actionnaires inédite jusqu'alors. Elle a modifié les règles de fonctionnement du DIC de manière à ce qu'il puisse liquider quand il le souhaite et sur le marché ouvert, ses participations dans les banques, à la double condition de les convertir préalablement en actions ordinaires et d'effectuer cette conversion à un prix de marché supérieur au cours de conversion prévu, de manière à ne pas faire de pertes⁴¹². Cette dernière condition est remplie facilement depuis la stabilisation conjoncturelle de 2004. Ce ***durcissement des droits de la propriété*** est une étape importante, qui montre que les temps ont changé et que la tutelle est entrée dans une phase de normalisation. Les anciens actionnaires sont désormais très exposés au risque de dilution de leurs droits de contrôle sur la gestion de leur banque, et à une réduction imposée de son levier d'endettement par les nouveaux entrants.

⁴¹² FSA : *Approaches to the disposal of the financial assets acquired through capital injections with public funds*, October 28th, 2005.

Graphique 76 – Remboursement des injections en *open-bank*



Source : voir annexe n°21 présentant les données détaillées des programmes de recapitalisation.

- Ces dernières évolutions du cadre prudentiel ont incité les banques à ***accélérer le rythme de leurs remboursements de fonds publics***. Après l'engagement de la politique structurelle, elles déclaraient vouloir rembourser par anticipation la totalité de ces fonds début FY2008. Depuis, le tournant d'octobre 2005, cette date a été ramenée à début FY2007 dans les déclarations publiques des banques. Sur FY2005, ces remboursements ont explosé (cf Graphique 76) et ont surtout concerné les fonds injectés sous forme d'ADP, au lieu des dettes subordonnées. Les banques ont été en partie aidées par une conjoncture qui a soutenu leurs profits et leur ratio de solvabilité de manière exceptionnelle en FY2004 et FY2005 et qui ne se répètera pas⁴¹³. Ces remboursements importants ont donc pu être financés partiellement sur ressources propres mais ne seront pas aussi importantes à l'avenir.

D'autre part, comme parallèlement l'usage des avoirs fiscaux est restreint par paliers depuis fin FY2003, les banques ont été contraintes de recourir à des émissions de fonds propres, et davantage qu'avant sous forme d'actions ordinaires au lieu de dettes subordonnées et d'ADP⁴¹⁴. Mais on est encore loin du compte et les remboursements des fonds publics se soldent par une réduction nette des stocks d'actions. Au total, les droits de propriété ont été fortement durcis, mais les banques ont eu le temps d'éviter que ce durcissement leur impose une baisse drastique de l'effet de levier.

5.5. Faciliter l'usage des droits de contrôle par la transparence dans la procédure : la réforme de la gouvernance pour placer les dirigeants sous tutelle

- Les programmes ne contenaient pas de levier incitatif sur la disposition et les revenus associés aux droits de propriété pour 'réveiller l'actionariat bancaire'. Ils furent pour lui une aubaine. Quant à l'exercice des droits de contrôle sur les ADP, la tutelle a durci les droits de propriété détenus par l'Etat, mais tardivement et insuffisamment : depuis qu'il peut liquider ses titres sur le marché à son

⁴¹³ Elles ont enregistré d'importantes plus-values latentes en actions et, à la faveur de la baisse des taux réels, surtout, elles ont libéré, à titre exceptionnel, des immobilisations au titre des provisions complémentaires dans des montants assez conséquents pour faire apparaître un coût du crédit positif. Voir note de bas de page n°328.

⁴¹⁴ Les grandes banques ont émis pour 600 milliards de yens en FY2003, 800 milliards l'année suivante et devraient avoir dépasser le trillion de yens en FY2005. Quand aux émissions des banques régionales, quasiment nulles en FY2003, elles atteignaient 280 milliards l'année suivante et 500 milliards en FY2005. Ces montants sont toutefois à rapporter aux presque 6 trillions de fonds publics remboursés sur les dernières années !

gré, les actionnaires ont accéléré le remboursement des fonds publics ; ne pouvant plus être financés par les bénéficiaires non-distribués seuls, ni par des avoirs fiscaux, ces remboursements ont déclenché des émissions privées de fonds propres, élargissant enfin la base en capital des banques, mais émissions insatisfaisante, ni en volume, ni en qualité. Comme les actionnaires n'avaient pas les incitations suffisantes pour restructurer leurs banques, quand l'acteur public s'en aperçoit en voyant les créances douteuses réapparaître constamment, il cherche à les isoler. Comment faire alors émerger l'information sur les dysfonctionnements internes et inciter les managers à les traiter ? La réponse est de focaliser la pression prudentielle sur eux plutôt que sur les actionnaires. Quand à partir de 2002, la FSA perçoit la crise d'exploitation du modèle bancaire derrière la crise de solvabilité, elle décide d'utiliser son statut d'actionnaire principal potentiel pour toucher directement les dirigeants. Cette prise de contrôle n'a pas été formelle. Elle aurait impliqué une conversion des ADP pour toutes les banques, d'autant délicate pour la FSA qu'elle était difficile à légitimer juridiquement. Pour y parvenir, la tutelle imposera une réforme des structures de gouvernance à l'anglo-saxonne, pour cibler, non plus l'ensemble du management mais chacun de ses membres et organe de décision, responsabilisé individuellement sur une tâche et désolidarisé de l'ensemble. La pression prudentielle, difficile à établir au niveau agrégé des gouvernances, car souffrant de contradictions, va s'exercer dans le détail. C'est la même stratégie que dans la réforme 'par le bas' sur les règles des crédits : en explicitant les dysfonctionnements, on incite les acteurs à se désolidariser les uns des autres progressivement, ménageant une transition douce aux plus fragiles et formant, à chaque étape du durcissement de la norme de solvabilité, une opinion favorable à cette évolution. On voit comment le maintien de l'ancien modèle de gouvernance était contradictoire avec l'exercice des droits de contrôle conférés par les injections, puis comment sa réforme restitue ces droits et donc, la capacité de pression de la tutelle.

● **La gouvernance des banques est représentative** des principes qui commandent celle des grandes entreprises nippones jusqu'au début de ce siècle, et emblématique du caractère de la propriété dans le 'feu modèle japonais'. Ses caractéristiques permettent de comprendre pourquoi l'injection en *open-bank* était particulièrement inadaptée. En premier lieu, l'actionnariat bancaire est dans la plupart des cas un actionnariat dormant, qui intervient peu dans la direction de l'établissement. Il est surtout composé des assurances-vie et des autres banques, puis des grands groupes industriels emprunteurs, et ce noyau s'est même renforcé au cours de la crise à la faveur de la protection contre la faillite dont ces grandes institutions financières bénéficiaient jusqu'au tournant du siècle⁴¹⁵. Les participations croisées entre institutions financières permettaient de neutraliser le pouvoir actionnarial et de fonder l'organisation du système financier sur un principe mutualiste, en résonance avec la pratique du convoi. En leur sein, les mutuelles assurances-vie⁴¹⁶

⁴¹⁵ Hanazaki & alii [2004] étudient la structure actionnariale des banques et trouvent que la réduction des participations bancaires dans le secteur réel s'accompagne d'une baisse des participations des entreprises non-financières dans les banques au cours de la crise. S'y sont substituées d'autres institutions financières, formant ainsi des participations croisées. De ce fait, le noyau de la structure actionnariale des banques, remarquablement stable au cours des vingt dernières années, a eu tendance à grossir et se durcir. En 1980, les institutions financières détiennent 37% du capital des banques, 42% en 1990 et 44% en 2001. Les trois principaux actionnaires, qui représentaient 13,1% du capital en 1980 et 12,7% en 1990, en représentent 14,7% en 2001 (20% pour les cinq premiers). Quant au principal actionnaire, il monte de 5,3% du capital en 1980 et 1990, à 7% en 2001. Dans le même temps, les auteurs montrent que les assurances-vie sont toujours présentes dans ce noyau dur, seules ou à deux, sont souvent actionnaire principal et dominant ce noyau. Pour les banques régionales, les grandes banques détiennent 38% du capital en 1980, puis 53% et 52% en 1990 et 2001. Ces taux de concentration sont deux fois plus faibles que pour les entreprises manufacturières, mais forment une véritable toile de participations croisées.

⁴¹⁶ Des 27 acteurs existants en 1990, 16 sont des mutuelles, qui représentent 88% des actifs du secteur, et à l'exception de *Dai-Ichi Life* et de *Kiyoei Life*, toutes les assurances-vie présentes à l'époque de la bulle sont liées à un

tenaient à la fois un rôle pivot sur le plan de la structure financière et un statut d'acteur dominé, absentes des organes de décision, à l'opposé des banques, systématiquement impliquées (McKenzie [1992])⁴¹⁷. Quant aux autres actionnaires, ce sont d'abord des emprunteurs et c'est à l'aune de ce statut qu'ils évaluaient l'intérêt de leurs participations bancaires. A travers leurs portefeuilles d'actions, banques et institutions financières servaient à leur tour à gérer les participations croisées, maintenant la cohérence des grands ensembles économiques. Même si les participations croisées entre les banques et leurs groupes manufacturiers se sont relâchées au cours des années de crise, l'approche actionnariale classique était et est demeurée subordonnée à des intérêts commerciaux et industriels. La conséquence de cette structure est un actionnariat dormant peu intéressé par les performances des actions sur le moyen terme et un pouvoir managerial très indépendant, rendant peu de comptes et cultivant l'opacité. En cadenassant l'information sur l'entreprise, les dirigeants neutralisaient toute initiative des actionnaires. Concrètement, cela se traduisait de plusieurs manières : des conseils d'administration pléthores, immobilisés par la présence des anciens dirigeants et fonctionnaires des finances ou de la banque centrale⁴¹⁸, dont les membres sont proposés par le dirigeant, et par une multitude de présidents d'honneurs comme administrateurs, souvent âgés. Cela se traduisait aussi par des organes d'audit interne rattachés, non au conseil d'administration, mais à la direction qu'ils sont censés évaluer, et sous la responsabilité d'hommes recrutés et formés exclusivement dans le sérail de la banque, et par des auditeurs externes choisis parmi les cabinets appartenant à la sphère d'influence de la banque, et composés d'anciens directeurs de celle-ci ou des entreprises entretenant des participations croisées avec elle⁴¹⁹. La capacité de recourir à un audit indépendant était limitée par le *numerus clausus* strict imposé à la profession et par une tradition bien ancrée. Cette organisation de l'audit est importante parce que toute velléité des actionnaires est bloquée par l'absence d'information objective. Au total, il s'agit d'un circuit fermé organisé en féodalités et fondé sur l'auto-évaluation⁴²⁰.

keiretsu ou proches de groupes verticaux, (cf. Dodwell Marketing Consultants [1996-97] une des rares publications livrant des informations sur l'activité de groupe des mutuelles d'assurance-vie)

⁴¹⁷ Elles jouent les rôles d'actionnaires dormants et de pourvoyeurs en financements stables. Leurs passifs longs et la croissance continue de leur marché en faisaient des institutions particulièrement liquides. Protégées par une organisation de la profession en cartel jusqu'à l'ouverture récente du marché et la formation de la FSA en 2001 et surtout, protégées par un statut mutualiste pour la quasi-totalité d'entre elles, l'opacité de leurs comptes se double d'une faible contrainte de rentabilité à court terme. Ce cadre mutualiste leur confère une grande élasticité dans les contraintes de constitution des quasi fonds propres. Elles ne sont soumises à aucune norme de solvabilité jusqu'en 1996, soit pendant les six premières années de la crise financière. De par leur statut, elles sont surtout protégées contre les tentatives de rapprochement hostile, ce qui en fait les nœuds les plus stables des financements croisés des groupes (Fukuyama [1997]). Dans une étude quantitative de 1985 sur la gouvernance des grands groupes nippons, Demsetz & Lehn [1985] montrent qu'on ne peut pas formuler de règle stricte entre la forme organisationnelle de la propriété du capital (la structure de l'actionnariat ou le statut de l'entreprise, par action ou mutualiste...) et le degré d'efficacité dans la mesure où, surtout pour les institutions financières, le superviseur joue déjà un rôle de *monitoring*.

⁴¹⁸ Voir notamment Van Rixel [1998] sur les pratiques de parachutage des hauts fonctionnaires (*Amakudari*). Il montre que les banques qui y ont le plus recourues ont les taux de prêts non-performants les plus élevés.

⁴¹⁹ Yamoka [2002] sur les anciennes pratiques d'audit interne et externe.

⁴²⁰ On retrouve le même problème dans le chapitre V, quand les banques négocient avec leurs gros emprunteurs des annulations de dette. L'opacité entretenue par les *managers* contraint à peu de restructurations réelles.

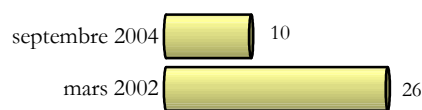
Si l'on insère la problématique des injections dans cet environnement, l'hypothèse du relais de la pression actionnariale s'éloigne encore davantage : l'incitation à l'assainissement en profondeur de l'offre bancaire est neutralisée par cet actionnariat dormant directement intéressé par l'évolution de l'offre bancaire, et par une direction de la banque qui assoit son pouvoir sur un modèle bancaire cultivant l'opacité et sur l'adhésion des partenaires commerciaux à sa politique⁴²¹. Le problème de fond de cette organisation est que le droit de propriété et son usage ne se recourent pas comme le requiert une économie de marché financier. Dans celle-ci, l'échange anonyme des droits de propriété contraint à expliciter leur contenu et donc les responsabilités des co-contractants. Leur durcissement qu'implique la libéralisation financière se traduit par une demande de production de normes, de règles, de transparence, de sorte que les relations économiques se judiciaient. La crise du modèle japonais est précisément que ce durcissement du droit de propriété ne s'est pas produit, alors que la libéralisation financière a augmenté les possibilités de prise de risque. Les responsabilités se sont donc diluées au lieu de se préciser. Quand les acteurs économiques font des profits ou des pertes modestes, la situation est soutenable. Mais quand ces pertes sont assez importantes pour remettre en question l'existence économique d'un acteur, s'accorder sur une clé de partage devient presque impossible. L'issue est soit un conflit ouvert et le traitement désordonné des pertes, socialement très coûteux, soit une collusion renforcée entre les parties prenantes pour les dissimuler. Leur traitement est alors superficiel. Comme les droits de propriété ne sont pas bien redéfinis et sont déjà associés à des pertes élevées, les parties prenantes se désengagent de sorte que la gestion de leur usage ne peut être saine. Elle conduit à l'abandon et génère un rendement médiocre, ou à une prise de risque excessive. Bref, la source des pertes demeure. L'effet de levier dont bénéficient les actionnaires bancaires entre exactement dans cette problématique parce qu'avec une base en capital réduite, les pertes sont reportées sur les détenteurs de passifs qui, pour une institution de dépôts, sont la société dans son ensemble. Dans le modèle de gouvernance des banques, cette dilution des responsabilités fait que les actionnaires ne se sentent pas responsables des performances bancaires parce qu'ils se considèrent comme une partie d'un ensemble d'intérêts croisés et ne sont là que pour asseoir une organisation mutualiste, gérée par les dirigeants. Ces derniers ne se sentent pas responsables au premier chef précisément parce qu'ils ne sont pas détenteurs du droit de propriété. Le résultat est que sur 1998-2001, malgré les injections, tant que les questions structurelles n'étaient pas évoquées de front, les grandes banques se sont contentées de provisionner leurs pertes sans les traiter⁴²².

⁴²¹ Hanazaki & Horiuchi [2001] trouvent que les banques les plus typiques de l'actionnariat de banque principale sont aussi celles affichant la solvabilité la plus fragile.

⁴²² Usui [2003] relève ainsi que les injections dans les grandes banques n'ont rien changé aux pratiques de gouvernance et à la passivité des actionnaires.

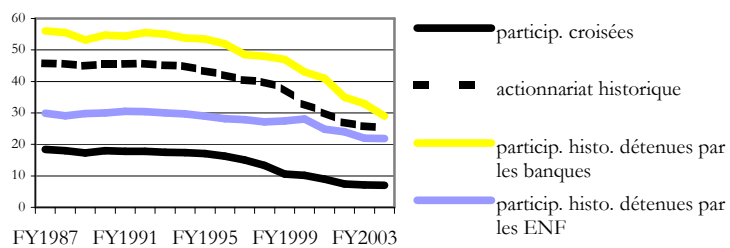
Encadré 23 – Comment expliquer la réduction récente des participations croisées au Japon ?

Graphique 77 – Participations croisées détenues par les banques (trios yens)



Source : Sparx Asset Management Co Ltd, New catalysts for changes in Japan – *A corporate governance perspective*, July 2005

Graphique 78 – Evolution des participations croisées (%)



Source : Nippon Life Research Institute

Le Graphique 78 montre qu'il existe une tendance à la réduction des participations croisées entre banques et entreprises depuis le milieu des années quatre-vingt-dix. Cette tendance s'est accentuée avec l'intensification de la pression prudentielle après 1999, puis à nouveau après 2001, depuis l'introduction du programme de plafonnement des portefeuilles d'actions à 100% du Tier 1. Entre 2002 et 2004, ces encours de participations croisées ont diminué de 60%. Cette remarque doit cependant être complétée.

(1) Cette tendance est propre aux banques (l'actionnariat croisé entre entreprises reste relativement stable). Le durcissement prudentiel et cette nouvelle contrainte ont accéléré le mouvement d'indépendance des fonds propres des entreprises à l'égard des banques, avec les risques de prédation qui en découlent. Ces risques ont été en partie réduits parce que depuis que les rachats d'actions par l'entreprise émettrice sont autorisés, depuis 1999, ces opérations connaissent un succès énorme, et qui augmente encore la règle de plafonnement des portefeuilles bancaires puis plus récemment, avec la révision de la *Corporate Law* de 2005, autorisant les conseils d'administration à effectuer ces rachats sans l'avis de l'assemblée des actionnaires. Le gros des rachats concernant des actions détenues par des banques⁴²³, la sortie des banques du capital des entreprises ne s'accompagne pas d'une dilution des droits, ni d'introduction de nouveaux actionnaires, mais d'une réduction du capital, dans des entreprises déjà en moyenne mal capitalisées.

(2) La mise à l'écart des banques comme des nœuds de participations croisées indique aussi que leurs propres actionnariats sont en mutation. Le désengagement des assureurs-vie, mis sous pression depuis 2001 et ne pouvant plus attendre des banques des souscriptions à leurs instruments de fonds propres, accentue cette mutation. Au total, si la structure actionnariale des banques ne change pas beaucoup, par contre, l'approche de la gouvernance par ceux-ci est en train de changer.

- Quand elle a voulu intervenir directement sur l'offre de crédit pour engager les banques à effectuer ces traitements, **la FSA s'est heurtée à ces structures de gouvernance fermées**. Que pouvait-elle faire ? Evincer les dirigeants ne suffisait pas parce que dans le modèle de gouvernance en place, leurs successeurs du sérail répondent au même schéma d'incitations que leurs prédécesseurs évincés. Si la FSA choisit elle-même les dirigeants, soit elle met en place ses propres hommes, mais ce ne sont pas des banquiers, soit elle y place des experts du secteur privé. Dans ce cas, il lui sera difficile de les contrôler parce qu'ils sont introduits dans une structure fermée où ils rencontreront probablement une forte résistance aux réformes. Sanctionner l'actionnariat seul n'est pas plus efficace et peut être même contre-productif, parce que le système dans son ensemble est cassé sans être remplacé par un autre système. Dès lors qu'on impose des devoirs, il faut rétablir des droits. Autrement dit, sanctionner le dirigeant et l'actionnaire, pour être efficaces, implique d'éclaircir les structures de gouvernance en définissant leurs responsabilités. Tant que ce travail n'est pas engagé, la FSA ne peut pas se substituer aux

⁴²³ *The Relationship of Companies and Banks as Cross-Shareholdings Unwind - Fiscal 2002 & 2003 Cross-Shareholding Survey*, by Fumio Kuroki, Nippon Life Research Institute - Financial Research Group.

dirigeants, ni exercer directement ses droits d'actionnaire, sans prendre un risque qu'elle ne contrôlera pas : juridiquement, ce type d'action la place en première ligne de responsabilité en cas de nouvelles pertes. Au-delà des pressions politiques, la réticence de la FSA à exercer ses droits en 2001, suite au non-respect des plans de redressement, tient aussi à cela. Le seul moyen de contrôle qui n'implique pas ce risque est l'inspection sur site. On a vu que ces inspections ne peuvent atteindre l'ensemble des portefeuilles de crédit des banques et sont consommatrices intensives de moyens. Or les lois qui organisent ces structures fermées sont elles aussi un obstacle à leur efficacité : en 2006, la FSA n'a toujours pas l'autorité de nommer, de s'opposer à la nomination ni de révoquer des auditeurs externes choisis par les banques, de sorte que les inspecteurs ne peuvent pas pleinement s'appuyer sur ces auditeurs dans leur travail⁴²⁴.

• ***Il fallait donc réformer le système de gouvernance, en intervenant sur trois axes complémentaires*** : la constitution du conseil d'administration –*Board of directors*–, l'audit et la définition explicite des responsabilités des dirigeants par rapport aux actionnaires. Ces trois piliers correspondent aux recommandations du Comité de Bâle⁴²⁵.

- (i) Pour restaurer le pouvoir de contrôle et d'initiative des actionnaires, le conseil d'administration doit être constitué d'un nombre de membres réduit et être indépendant de l'exécutif : les Présidents d'honneurs et le recyclage des anciens hauts dirigeants comme administrateurs et auditeurs sont des pratiques qui doivent disparaître. Il doit être composé des représentants effectifs des actionnaires et de personnalités externes, pressenties et élues par eux, sans que les dirigeants soient autorisés à proposer des candidats.
- (ii) Ces *external directors* doivent surtout être affectés aux tâches d'audit des dirigeants afin de garantir l'objectivité de cette fonction cruciale de la gouvernance. Sur ce point, l'organe d'audit interne à la banque ne doit plus être sous la responsabilité de l'exécutif, mais référer uniquement au conseil d'administration et bénéficier, à ce titre, d'une autonomie budgétaire et dans la gestion de ses ressources humaines, comme une structure parallèle à la banque.
- (iii) Parallèlement, le conseil d'administration doit être responsabilisé : cela passe par une réduction drastique du nombre de ses membres et par une répartition des tâches entre les administrateurs, au lieu d'un système où la responsabilité du discours et des options stratégiques est diluée dans une responsabilité collective, partagée parfois par quatre-vingt membres. Cette séparation des tâches appelée *Committee System*, et propose que le nombre réduit d'administrateurs se partage en trois comités dédiés, chacun incluant un pourcentage plancher de membres externes. Les décisions restent collectives, mais ceux qui formulent

⁴²⁴ C'est une remarque et une recommandation des consultations Article IV du FMI (septembre 2003 & juillet 2004).

⁴²⁵ Pour le détail des recommandations du Comité de Bâle, on peut se reporter aux documents officiels : Basel Committee : *Internal audit in banks and the supervisor's relationship with auditors*, August 2001, ainsi que sur la gouvernance : Basel Committee, *Compliance and the compliance function in banks*, April 2005, qui complète le rapport de référence de septembre 1999 intitulé *Enhancing corporate governance for banking organizations*.

les stratégies sont clairement identifiés et peuvent être individuellement démis, voire poursuivis. Ceci permet d'asseoir l'indépendance de l'audit interne.

Ces réformes doivent s'accompagner de la création d'outils juridiques capables de sanctionner pénalement les dirigeants pour mauvaise gestion. Au total, cette organisation maximise les capacités d'intervention et de contrôle des actionnaires. En les contraignant à formuler une stratégie, elle les responsabilise explicitement. Les missions et responsabilités des dirigeants sont alors elles aussi mieux définies. Une large marge de manœuvre conférée aux dirigeants n'implique plus une responsabilité réduite pour les actionnaires.

● ***Où en est-on au Japon ?*** La gestion des faillites de 1998-2001 se bornait à traiter autant que possible les pertes et à revendre telle quelle la banque. Les injections de 1998 jusque 2001 ne contenaient pas non plus de volet relatif au modèle d'organisation bancaire. C'est depuis l'engagement de ce chantier sur la gouvernance que le contenu qualitatif des procédures de faillite bancaire s'est durci. Depuis que la révision du Code du Commerce a permis d'en établir les fondements légaux, en avril 2003, de la nationalisation jusqu'à l'injection, dès que l'assistance financière du DIC est déclenchée, l'éviction des dirigeants et les enquêtes de responsabilité sont obligatoires⁴²⁶, et l'adoption du *committe system* et des principes de gouvernance définis par la BRI sont systématiquement imposées à toute les procédures en cours ou à venir, ce qui implique que toutes les grandes banques sont concernées. Que ces réformes s'imposent aussi au chapitre 102.1.(2) de l'administration provisoire est emblématique de la détermination de la tutelle à casser les anciennes pratiques de gouvernance et à user de tous ses leviers pour cela⁴²⁷. Pour les injections, depuis 2002, les premières émissions doivent être en actions ordinaires et assurer au moins 50% des droits de vote à la tutelle. Elle acquiert donc d'emblée la majorité des votes, ôtant les obstacles légaux aux changements. Elle peut ainsi placer sur le champ ses représentants au conseil d'administration et à la direction, et imposer un quota élevé de membres externes. Enfin, les nouvelles équipes sont responsabilisées nominativement, à la fois sur des contrats d'objectif de rentabilité à tous les niveaux du compte de résultat –les sanctions en cas de manquement entrent dans le dispositif d'intervention PCA– et sur des missions de réforme structurelle⁴²⁸.

⁴²⁶ Dans son programme biennal de FY2005-06, la FSA prévoit en décembre 2005 l'introduction d'un dispositif pénal pour sanctionner les dirigeants des banques sur la gestion frauduleuse et les pratiques de crédit visant à soutenir les emprunteurs insolubles. Le passage du civil au pénal permet d'éviter le recours des victimes aux us et coutumes du système de banque principale. Ce changement était réclamé depuis le sauvetage d'*Hokkaido Takushoku* en 1997.

⁴²⁷ Normalement, sous ce statut, les pouvoirs de l'administrateur financier sont limités à ceux d'un administrateur fiduciaire de la faillite : il évalue les bilans, établit les responsabilités et organise la procédure. On a vu dans la section précédente que ses pouvoirs sont légalement contraints en matière de disposition des actifs (il ne peut pas organiser des cessions en masse) parce que les actionnaires restent détenteurs du capital. En matière de gouvernance, il n'en est pas de même. En introduisant la mise sous administration provisoire dans les sanctions prévues au titre du dispositif PCA, la FSA prévient *ex-post* qu'elle refondra la structure de gouvernance de la banque, conformément à ce qu'autorise le Code du Commerce et ce que promeut le *Strengthening Finance Act* depuis septembre 2004.

⁴²⁸ FSA, *To improve corporate governance of capital injected banks (major banks) with public funds*, 4th April 2003. Et FSA : *To improve corporate governance of capital injected banks (regional banks) with public funds*, 30th June 2003.

Dans le cas emblématique de *Resona*, le DIC détient, en plus des ADP, des actions ordinaires représentant 70% des droits de vote⁴²⁹, ce qui lui permet d'évincer la totalité des hauts dirigeants et des administrateurs, de placer des dirigeants du sérail beaucoup plus jeunes ainsi que de nombreux directeurs généraux venant de l'extérieur, et d'imposer la présence en masse de représentants externes. Ils ont alors eu les mains libres pour travailler à la reconstruction d'un système d'audit interne qui leur permettra d'intervenir en profondeur dans les structures de la banque, et d'entreprendre sur les deux années suivantes d'importantes cessions d'actifs⁴³⁰. Ces représentants externes ont eu également pour mission d'élaborer un *business model* conforme au principe de la banque à l'acte, dans le but explicite de développer la titrisation des crédits⁴³¹. Le *committee system* consiste à rendre lisible la stratégie bancaire et ses grandes fonctions. Il facilite le remodelage de la banque par les représentants externes, allège le coût de contrôle de la FSA, et contraint les nouveaux dirigeants, anciens du sérail, à se conformer à une nouvelle approche de la banque au lieu de reproduire les mécanismes de la culture bancaire antérieure. Cette prise de contrôle par la FSA crée un précédent dans l'histoire de la crise bancaire japonaise.

Ces réformes ne concernent pas seulement les éventuelles futures injections. L'Etat-actionnaire a commencé à les appliquer à toutes les grandes banques en ayant bénéficié dans le passé, dès avril 2003. Sa manière de procéder témoigne de ses hésitations habituelles à brusquer les banques, puisqu'il n'a pas agi à travers les conseils d'administration, mais indirectement, à travers des lettres de recommandation de la FSA. Les banques sont ensuite entrées dans une dynamique autonome de réforme, par anticipation, sans toutefois atteindre l'ampleur de celle subie par *Resona*. On est allé un pas plus loin quand, en 2004, le *Strengthening Financial Functions Act* imposa ce nouveau régime de gouvernance et d'audit à toutes les banques, à compter de 2008⁴³². Cette

⁴²⁹ Sur les 1,96 trillions de yens injectés dans *Resona* en 2003, 296 milliards seulement sont en actions ordinaires. Ce déséquilibre s'explique par les statuts du DIC, qui prévoient dans le schéma d'assistance financière en *open-bank* un plafond d'apports financiers sous forme d'actions ordinaires fixé aux 2/3 du capital en actions ordinaires. Cette limite conserve aux actionnaires minoritaires une minorité de blocage théorique afin qu'ils demeurent pleinement responsables en cas de pertes massives post-procédure. Surtout, elle est censée définir un plafond d'apports de fonds publics, l'idée de départ étant que l'essentiel du support devait être en actions ordinaires porteuses de droits de contrôle. Ainsi, en utilisant massivement des ADP pour resolvabiliser des banques lourdement insolvables et qui n'auraient jamais dû accéder à ces programmes, l'acteur public a contourné dans l'esprit sa propre réglementation. La faille des injections est en effet que le plafond global des apports publics n'est pas spécifié (voir : <http://www.fsa.go.jp/news/newse/e20030610-1.html>).

⁴³⁰ C.f. Hosoya [2003] sur l'alignement de la gouvernance et du *business model* de *Resona* sur les standards américains.

⁴³¹ Cela s'est traduit par une convergence des tarifs bancaires aux risques calculés par le modèle interne de la banque, avec pour conséquence, en amont, un gros effort de provisionnement sur 2003 et 2004 et, en aval, l'engagement d'une nouvelle politique commerciale, avec la systématisation des actes de crédit dans de très petites agences.

⁴³² En mars 2004, la FSA publie une recommandation en douze points à l'adresse des assureurs-vie, pour réformer la gouvernance des mutuelles d'assurance-vie –i.e. cadrer le fonctionnement des assemblées d'adhérents– dans le même sens que pour les banques. Jusqu'alors, l'indépendance du processus de sélection des représentants des adhérents n'est pas assurée, comme la transparence des délibérations de cet organe et de son comité permanent, chargé de la sélection des candidats et du processus électoral. En général, les membres du comité sont extérieurs à la mutuelle mais choisis par le Président du Secrétariat Permanent, lequel est toujours un cadre de la mutuelle. Les membres extérieurs sélectionnés sont des représentants du groupe, du *keiretsu* d'appartenance, parmi lesquels les banquiers sont fortement représentés. Les recommandations imposent à présent une stricte diversité des horizons d'appartenance des membres du comité de sélection, ainsi qu'un Président de ce comité provenant lui aussi de l'extérieur. Le lien entre la direction et les groupes industriels et financiers est donc officiellement rompu, ou du moins, ils ne sont

évolution est nécessaire parce que, la crise de la gouvernance étant générale, une banque repreneuse d'un établissement en difficulté plaçait les actifs de cette dernière au sein d'une organisation souffrant des mêmes dysfonctionnements. Les problèmes posés par l'effet de levier élevé se reproduisaient donc constamment. Egalement, la généralisation de ces réformes crée une pression générale à la réduction d'actifs et la rend possible, alors que comme dans un schéma de dilemme du prisonnier, aucune banque individuellement n'y a intérêt. Enfin, elle permet à la FSA de mieux gérer l'héritage du Ministère des Finances et de sa politique prudentielle puisque désormais, en étant capable de mieux exercer ses droits d'actionnaire, sa menace de conversion des ADP en actions ordinaires est plus crédible. Elle permet aussi d'éviter que les vagues de rapprochement encouragées entre banques régionales créent de grands établissements domestiques dans le but de bénéficier du même traitement *too-big-to-fail* que *Resona*.

Conclusion : l'actionnaire protégé, puis neutralisé, puis responsabilisé...

- Qu'est-ce qui a poussé les autorités à protéger les actionnaires des grandes banques avec cet acharnement ? Et qu'est-ce qui a poussé les autorités à protéger avec acharnement les entreprises en difficulté ? La réponse a été donnée : dans l'ancien modèle de gouvernance des grandes institutions financières, les actionnaires sont passifs et ne sont pas considérés comme pleinement responsables de leurs pertes, au moins au titre d'actionnaire. De même dans une relation de banque principale, l'implication de cette dernière est si forte qu'elle peut parfois s'apparenter à une responsabilité de rang actionnarial. Pour cette raison, les actionnaires des banques comme des entreprises sont protégés dans la solution du convoi comme dans les sauvetages d'entreprises, tant que les autorités n'acceptent pas l'idée que dans une crise de transition du régime de régulation financière, ces pratiques informelles ne sont plus viables, et le droit des contrats doit prévaloir. Après 1998, les injections en *open-bank* ont permis de prolonger cette immunité, mais dans un environnement dans lequel ce mode de gouvernance a perdu sa cohérence. Le fait que l'aide publique ne se traduisait plus par des règles protectrices, comme avant, mais par des fonds publics octroyés explicitement, a amplifié le risque moral. La contradiction entre la nature structurelle de la crise et le mode de résolution traditionnel adopté s'est intensifiée et a émergé, quand, après s'être rendu compte que le problème n'était pas seulement les pertes passées mais la règle de comportement des banques, l'objectif explicite a été d'entrer dans un nouveau schéma de gouvernance, précisément centré sur la valeur actionnariale. Le problème posé a alors été le

plus garantis d'une année sur l'autre. Quoi qu'il en soit, la relation de long terme sur des bases implicites entre ces institutions financières et industrielles ne peut plus fonctionner. La conséquence immédiate est le recours croissant au financement externe par appel public au marché des assureurs-vie, très net depuis 1994, au lieu de placements privés de dette, et l'accélération des réformes internes en vue de rendre les mutuelles plus transparentes, seul moyen de placer les dettes sur le marché. Dans ces conditions, les anciennes relations se délitent à une vitesse accélérée et, ces évolutions combinées avec les avancées comptables et prudentielles, la différence entre les moins mal portantes et les plus fragiles institutions va devenir de plus en plus nette.

suivant : comment gérer la transition quand des pertes colossales impliquent la faillite de banques et d'entreprises ? Au niveau des banques, si le passage au nouveau système se fait en traitant les pertes selon les nouvelles règles, on risque une crise générale de confiance et un effondrement des valeurs financières. Si le passage au nouveau système se fait en traitant les pertes selon les anciennes règles, à savoir le convoi, comme cette méthode a perdu son efficacité en finance libéralisée, l'Etat a dû faire du *bailing-out*. La FSA est partie de cette stratégie pour réintroduire lentement les mécanismes de marché classiques. Or en protégeant constamment les actionnaires des banques, elle ne pouvait plus utiliser le levier de la menace de faillite pour pousser aux restructurations et par conséquent, s'est rendue la tâche d'assainissement extraordinairement compliquée. Paradoxalement, pour y parvenir et jouer son rôle d'actionnaire, il a fallu qu'elle impose de la transparence pour faire accepter le traitement des défauts, en la substituant au durcissement d'emblée de la norme de solvabilité. Dans cette stratégie –typiquement celle du sauvetage de *Resona*–, les actionnaires sont protégés mais isolés, comme si la normalisation du statut des actionnaires devait venir en bout de course, après avoir nettoyé toutes les pertes et refondu l'organisation interne des banques. Ces derniers auraient alors traversé la crise de transition sans encombres, voire enrichis par cette politique à rebours, au profitant du gain de la réforme bancaire. Dans cette histoire, tout s'est passé exactement à rebours de ce que prescrit la théorie microéconomique. Moralité : l'essentiel de la note aura été transféré au niveau macroéconomique par le canal de l'offre de crédit, là où selon Keynes et Minsky, les règles microéconomiques déterminent le plus intensément et directement les conditions macroéconomiques... et on n'est pas certain que l'actionnaire bancaire, nouvellement responsabilisé, a bien compris que les règles ont changé. Le rôle de 'sas de passage' confié au couple Banque du Japon/FSA, entre l'ancien et le nouveau modèle bancaire, trouve son exact équivalent dans l'*Industrial Revitalization Corp. of Japan*, créé pour faciliter la restructuration des acteurs réels en difficulté les plus emblématiques de la crise. C'est l'histoire de son émergence donc il est question maintenant, émergence au terme d'une réforme des lois de faillite nécessaire, engagée pour faciliter la restructuration des entreprises en difficulté, mais incapable de remplir complètement cet objectif tant que la norme de solvabilité relâchée permet de ne pas en reconnaître le besoin.

- Chapitre V -

La restructuration des entreprises :

Replacer l'ombre de la banque dans l'ombre de la loi

- 1. Le traitement du passif contraint à l'accord aimable : l'actif intouchable*
- 2. L'invention du Chapter 11... ou l'intérêt nouveau pour l'actif dans la faillite*
- 3. Traiter l'actif par le redressement légal au Japon... ou les limites du Chapter 11*
- 4. Le durcissement de la règle de paiement et la fin de la banque principale*

Chapitre V – La restructuration des entreprises : replacer l’ombre de la banque dans l’ombre de la loi

« Quand il rédige une Constitution, [...] il traite le pays auquel elle est destinée comme un lieu où les hommes qui y sont établis n’ont jamais rien senti, jamais rien vu. »

Talleyrand, à propos de Sieyès., Mémoires I., « De M. Le Duc d’Orléans », p. 211.

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : sortir de la non légalité du système de banque principale

- Dans le chapitre précédent, pour dégager la logique institutionnelle sous-jacente à la stratégie de la FSA, il a fallu introduire la problématique du modèle bancaire. Elle a permis de comprendre son dilemme, consistant à réconcilier deux objectifs contradictoires, la transformation du modèle d’exploitation bancaire et le traitement des pertes dans la logique patrimoniale du système de banque principale, et la réponse apportée à ce dilemme, l’aménagement d’une période de transition sous contrôle, où les procédures de faillite sont modernisées pour les rendre applicables, mais immédiatement désactivées grâce au relâchement de la norme de solvabilité. Au cours de cette phase, dans laquelle nous sommes toujours en 2006, le durcissement progressif de la règle de paiement repose sur la crédibilité de l’objectif public de réactivation à terme de la menace de faillite, donc sur la perspective d’une généralisation de la logique actionnariale et dans l’immédiat, sur des mécanismes de contrôle de l’exploitation bancaire qui, en poussant aux réformes des méthodes de provisionnement et de la gouvernance, imposent aux banques de réviser d’elles-mêmes leur conception de la relation actionnariale au sommet de l’organisation bancaire, de la relation de crédit à sa base.

On s’intéresse à présent à cet objectif de reconstruction de la relation de crédit. Dans la mesure où les banques reproduisent auprès de leurs clients la règle de paiement que la FSA leur applique, elles vont reproduire dans leurs relations de crédit avec les emprunteurs en difficulté la transition douce dont elles bénéficient elles-mêmes. Au cours de cette phase, de même que les banques bénéficient de la liquidité de la Banque du Japon pour continuer de fonctionner, les entreprises en redressement doivent toujours avoir accès à la manne bancaire pour opérer leur redressement dans les meilleures conditions possibles. Comme pour les banques, la qualité des restructurations dépend de manière cruciale de la crédibilité du rétablissement à moyen terme de la sanction du

défaut par la liquidation. Comme pour les banques, cette crédibilité est assise en premier lieu sur une réforme immédiate des procédures de faillite d'entreprises, visant à les rendre accessibles et peu coûteuses. En second lieu, elle dépend de la manière dont est perçue la détermination de la FSA à relever progressivement la norme de solvabilité bancaire sans retour en arrière. Si tel est le cas, les banques trouveront nécessairement les moyens d'être elles-mêmes aussi crédibles après des emprunteurs sauvés, de sorte que les soutiens bancaires apportés pendant la transition ne sont pas vecteur de risque moral et donc, de nouvelles générations de créances douteuses. Or on a vu que si les banques avaient beaucoup progressé dans le traitement des emprunteurs défaillants, elles n'ont pour ainsi dire pas modifié leur politique de tarification des risques, de sorte que l'on peut douter de la crédibilité de cette stratégie douce aux yeux des emprunteurs les plus instables. On sait qu'une des raisons vient de la difficulté pour la FSA d'adopter un discours clair sur le rythme de durcissement de la norme de solvabilité bancaire, en raison de son manque d'indépendance. Mais cela peut aussi venir de difficultés réelles des banques à pousser à la restructuration, c'est-à-dire de leur capacité à faire valoir leurs droits de créanciers en Justice.

La question posée ici est quel rôle la réforme des procédures de faillite joue-t-elle dans ce processus transitoire ? Pourquoi était-elle une étape nécessaire dans la stratégie de stabilisation bancaire de la FSA, puis en quoi sa conception contribue-t-elle à renforcer l'efficacité de cette stratégie douce, c'est-à-dire jusqu'où peut-elles concilier durcissement des droits de la propriété, affirmation de la logique actionnariale et préservation des entreprises existantes ? ***Ce qui va donc nous intéresser en premier lieu, c'est la façon dont ces procédures valorisent l'actif*** et plus précisément, arbitrent entre liquidation et préservation de la valeur de *going concern*. Avant d'aller plus loin, on expose dans cette introduction, les particularités du cadre juridique dans lequel s'est construit le système de banque principale.

- La constitution, la loi, le décret & le règlement, la jurisprudence et l'usage sont les différentes formes de production du droit. Leur classement dans cet ordre représente la hiérarchie des normes juridiques, où la Constitution, à son sommet, est un texte écrit qui fonde les principes d'organisation générale de la société, définit ce qu'on appelle le régime des libertés et de la propriété privée et par conséquent, encadre la production de droits nouveaux. Le Japon dispose d'une Constitution, mais ce n'est pas le cas de tous les pays. En dessous d'elle se trouve la loi, produite par le Parlement, supérieure aux règlements produits par les administrations, lesquels sont, en principe, supérieurs aux jurisprudences des tribunaux, qui entretiennent à leur tour un rapport dit de *quasi-égalité* avec l'usage, quand celui-ci respecte l'esprit des lois. La Constitution, la loi, le décret et le règlement forment ce qu'on appelle le *droit écrit*, parce que les droits nouveaux qu'ils produisent sont formulés en principes, à la différence de la jurisprudence, qui forme le *droit oral* car prononcé par le juge et où la production de droits nouveaux découle de décisions de justice sur des cas traités en tribunal. Cette hiérarchie des normes permet, dans le principe,

d'éviter l'incertitude juridique due aux contradictions éventuelles entre les différentes sources du droit et d'assurer ainsi son évolution cohérente. Ce droit permet à son tour d'ancrer –pour ce qui nous concerne– les comportements économiques, puisqu'il décrit le régime de la propriété privée, notamment à travers les contraintes liées à son utilisation, à sa saisine ou à sa liquidation volontaire. Toute incohérence dans ces règles de droit crée une insécurité juridique, source d'incertitude et potentiellement porteuse d'aléa moral, parce qu'elle introduit une ambiguïté sur le périmètre de la propriété et donc, dans l'étendue des responsabilités sur les engagements contractés. Sur le plan du droit, le risque moral peut ainsi être défini comme une défaillance du système juridique dans la définition de règles cohérentes de détention, de liquidation et d'usufruit de la propriété, que ces règles soient explicites et strictement conformes au droit des contrats –on dira que c'est un régime *dur* de la propriété, ou une règle de paiement *dure*, comme dans les pays anglo-saxons–, ou implicites et assurant l'équilibre de la relation économique décrite dans le droit des contrats et la convergence à terme vers celui-ci –régime *souple* de la propriété, ou règle de paiement *molle*, comme au Japon ou dans de nombreux pays asiatiques–. Cette incohérence apparaît en général quand la jurisprudence des tribunaux n'a pas de *source légale*. C'est le cas du *railroad receivership* que l'on étudie plus bas, une procédure de restructuration américaine qui, jusque 1935, est à la fois reconnue par les tribunaux et ne s'appuie sur aucune loi de faillite juridiquement ouverte aux sociétés de chemin de fer. Le problème que pose cette absence de source légale est celui de la couverture juridique asymétrique des parties, ne protégeant que certaines d'entre elles, laissant les autres sans recours légal pour se défendre. Dans le cas décrit, les créanciers seniors étaient protégés par les lois sur les saisines de garanties, celles-ci étant exclues du domaine de la faillite, tandis que les créanciers juniors n'avaient aucune possibilité de faire valoir leurs créances en tribunal. On dit alors que les usages en matière de restructuration se développent sans *l'ombre de la loi*. On y reviendra. Enfin, la cohérence de la production de droits ne suffit pas. Il faut aussi garantir sa bonne et prompte exécution. Rien ne garantit le respect de droits impossibles à faire exécuter de force, où dont l'exécution par voie de justice est lente. En effet, si cette exécution est lente, elle est coûteuse, non seulement parce qu'elle consomme des moyens et du temps, mais aussi et surtout, parce qu'elle produit de l'incertitude au sens décrit dans le chapitre théorique de la première partie. L'incertitude ou le niveau élevé de ce *coût de procédure* modifie le contour réel de la propriété privée, en le réduisant ou en le rendant lui-même flou. Le rapport entre le droit et l'efficacité du marché capitaliste renvoie donc aussi à l'indépendance, à l'organisation et aux moyens du système judiciaire. Il renvoie aussi à la question du réalisme du droit où, par exemple, des procédures lourdes décrites dans la loi et qui assurent l'impartialité de la justice et le traitement équitable des parties, ralentissent la marche de la justice au point de rendre son recours prohibitif. C'est exactement le cas du Japon, on voit plus bas que le coût de la faillite était exorbitant jusqu'en 2000, en raison de la lourdeur des procédures légales et de saisines et du sous-développement de l'appareil judiciaire. Dans un tel cas, les usages en

matière de crédit et de restructuration d'emprunteur se développent *de facto* et non pas *de jus*, sans source légale, sans *l'ombre de la loi*.

Le *contrat incomplet*, conséquence directe de l'incertitude irréductible, est une notion d'économie mais n'a pas de traduction dans le droit, puisqu'en théorie, la hiérarchie des normes juridiques assure l'Etat de droit. Dans la pratique, on vient de voir que la Justice peut elle-même produire de l'incertitude, dès lors que la production de droits ne s'appuie pas sur une source légale, *de facto* ou *de jus*. Dans ce cas, les fondements juridiques de la propriété sont dissous, laissant le système capitaliste sans assise, sans principe d'équité pour organiser la concurrence et ainsi assurer sa pérennité. L'impossibilité de recourir à la faillite pour sortir d'un problème de coordination que le marché ne parvient pas à résoudre le détruit en laissant celui-ci face à son échec. La justice peut devenir source d'incertitude pour mille raisons, mais il en est une qui nous intéresse particulièrement : quand elle ne parvient pas à s'adapter à un environnement remodelé par la déréglementation financière, où l'intensité nouvelle de la concurrence dans l'offre de financement et l'évolution dans la nature des contrats, anonymes et dont la valeur est définie par le prix de liquidation, modifient l'ancienne problématique du réalisme de la loi, créent de nouvelles demandes de droits et exigent, d'une manière générale, une plus grande facilité à faire valoir le droit des contrats, bref un durcissement du droit de la propriété.

- On distingue deux grands systèmes juridiques : celui dit de droit civil, ou *Civil Law* –la France et l'Allemagne–, pour lesquels la loi votée par le Parlement est la principale source de droits, et celui dit de *Common Law*, où la plus grosse production de droit est la jurisprudence des tribunaux. C'est le cas des Etats-Unis. Le Japon appartient à la première catégorie. Il dispose d'un Code Civil importé d'Europe, des pays germaniques en particulier –Allemagne et Autriche– après la révolution Meiji dans le dernier quart du XIX^{ème} siècle et est donc fortement inspiré du Code Napoléon. On retrouve ce type de système dans les pays où l'Etat a pris une part active dans leur développement économique. Dans ce cas, le code civil crée d'emblée un ensemble fortement structuré, homogène sur le plan des principes mais avec semble-t-il pour corollaire, l'inconvénient d'être rigide et moins facilement adaptable aux innovations et donc, avec un risque d'obsolescence des lois. En théorie en tout cas, le risque d'obsolescence des lois et règlements, dû aux innovations technologiques, institutionnelles, etc. est limité (i) par les grands principes dictés par la Constitution, s'il en existe une ; (ii) par les décrets et règlements ministériels, mais historiquement, le recours à ce mode de production du droit pour interpréter la loi et la faire évoluer a été utilisé le plus souvent pour restreindre les mécanismes concurrentiels ; (iii) par l'interprétation des lois à travers la jurisprudence que les tribunaux produisent quand des litiges leurs sont présentés.

● **Le problème juridique qu'a rencontré l'économie japonaise** et qui constitue la trame de fond de ce chapitre sur les lois de faillite est le suivant.

Au Japon, on a recouru systématiquement à la solution (ii) après la reconstruction et le libéralisme des années cinquante, pour organiser le protectionnisme commercial, asseoir l'influence des administrations sur les marchés et modeler les relations privées entre agents. Ce sont les années de formation du *modèle japonais*, à savoir un ensemble de comportements, ancrés sur des contrats implicites, des relations informelles, qui ont formé un ensemble cohérent et qui s'est développé, soutenu par la confiance en la reconnaissance par l'Administration de ces usages privés pour résoudre d'éventuels conflits d'intérêts, puisqu'avec en dernier ressort, l'assurance collective qu'apporte le pouvoir discrétionnaire des administrations comme garant de ces usages informels. Dans ces années, le modèle se développe moins à l'*ombre de la loi* qu'à l'*ombre de l'Administration*, puisque celle-ci soutient la formation de ces pratiques informelles, non par des règlements rapprochant directement ces pratiques du droit des contrats, mais par des moyens indirects, des interdits, comme la restriction des règles de la concurrence, le cloisonnement des activités, le budget, des moyens de pression multiples via les autres acteurs privés et surtout, un pouvoir discrétionnaire officiellement admis par la loi –*window-guidance*–. Dans une longue phase de croissance, le nombre des recours légaux pour régler les litiges devient alors extrêmement faible, de sorte que la référence aux usages pour gérer les différents se généralise. Cette référence croissante aux usages dans un système de *Common Law* ne pose pas de problème parce que la production de jurisprudence permet de faire vivre la loi au regard des usages qui se développent. Dans un système juridique originellement fondé sur le Code Civil, le problème est différent : ce qui fait l'intérêt de ce système, sa forte cohérence, se dissout nécessairement parce que la production du droit devient elle-même informelle. Les usages n'étant pas soutenus par un droit positif mais par l'ombre d'une Administration toute puissante, leur production s'étend sans source légale pour organiser sa cohérence.

Ainsi, le système de banque principale –les statuts de banques principale et secondaire en premier lieu– n'a aucune reconnaissance légale et les règles qui l'organisent sont pour la plupart informelles⁴³³. Il faut considérer cette organisation bancaire et son pendant, la configuration particulière du tissu d'entreprises au Japon, non pas comme un choix explicite d'organisation économique, mais comme le fruit de l'adaptation rationnelle des hommes et des institutions à un

⁴³³ On fait dater la formation du système de banque principale de la loi d'économie de guerre de 1944 (*Designated Financial Institutions System for monitoring companies Law*) : une ou deux banques sont désignées par consortium pour lever des fonds sous forme de prêts syndiqués, sous contrôle du Ministère des Finances, lequel consortium ne peut ouvrir de compte qu'auprès de la ou des banques désignées.. Cette loi, abrogée après la guerre, a inspiré la méthode de reconstruction des grands groupes japonais autour de pôles bancaires et financiers. Milhaupt [2001], comme Ramseyer [1994] montrent que les bases juridiques du modèle bancaire développé à partir de cette méthode de reconstruction sont essentiellement des interdictions et que par conséquent, la définition des responsabilités des parties est peu codifiée et la répartition des responsabilités sous-jacentes aux contrats implicites est variable d'un cas de relation bancaire à l'autre.

ensemble d'interdictions et à un interventionnisme discrétionnaire de l'agent public. Ce modèle de résolution amiable des conflits s'est constitué principalement à l'ombre du Ministère des Finances, plutôt qu'à l'ombre de la loi, puisqu'en cas de rupture dans la pratique de ces usages, le recours n'était pas le tribunal mais l'intervention du Ministère, notamment grâce à l'indissociation des institutions de la faillite bancaire et du prêt en dernier ressort (cf. Chap. IV – 2.1.).

A mesure que le modèle japonais s'ossifie, d'importants décalages apparaissent entre les droits discutés au sein des compromis amiables et les *droits objectifs* ou *théoriques* des contrats, ici, entre les usages en matière d'emprunt et de nantissement favorisés par le Ministère et la logique du droit écrit, contenue dans les Codes Civil et du Commerce. Cette divergence ne pose pas de problème tant qu'on n'utilise pas ces derniers, c'est-à-dire tant que les perspectives de croissance optimistes facilitent la résolution amiable des conflits et surtout, tant que les pouvoirs discrétionnaires de l'acteur public lui permettent d'intervenir en dernier ressort pour garantir le fonctionnement de ces usages. Mais que se passe-t-il quand ces conditions ne sont plus assurées ? Les procédures amiables coutumières ne pouvant plus fonctionner de manière satisfaisante et avec suffisamment de garantie, en principe la demande de droit augmente. Il y a une demande nouvelle pour le règlement des litiges au sein de procédures légales par les tribunaux, qui substituent au pouvoir discrétionnaire de l'acteur public la jurisprudence. La loi est interprétée formellement et cette interprétation devient la nouvelle référence pour créer de nouveaux usages et procédures amiables, mais cette fois-ci, plus à l'ombre de l'économie politique du Ministère des Finances.

Au Japon, cette évolution n'est intervenue que très récemment, de sorte que jusqu'au début de ce siècle, les usages traditionnels formant le système de banque principale ont continué d'être utilisés comme substituts des recours légaux. On a vu dans le chapitre précédent qu'une première raison est que ce pouvoir discrétionnaire de l'Administration dans la sanction de l'insolvabilité bancaire n'est remis en question formellement qu'en octobre 1998 : en 2005, *de facto*, il n'a pas encore disparu tout à fait. Dans ces conditions, l'ombre du Ministère demeure et explique la crispation des banques sur des pratiques de crédit devenues inefficaces. La seconde raison du maintien du modèle bancaire antérieur et par conséquent, du non-recours aux tribunaux pour dire le droit, est que le coût d'accès aux procédures légales s'est avéré élevé quand il s'est agi d'y recourir, principalement du fait de leur obsolescence. On a alors redécouvert un système de saisine et de liquidation des actifs largement impraticable et des procédures légales de restructuration lourdes, lentes et ne reconnaissant pas juridiquement l'existence de la construction informelle des relations de crédit et d'actionariat spécifiques au système de banque principale. Dans la mesure où cette organisation informelle répartit les responsabilités dans la prise de risque différemment de ce qui est prévu dans le droit des contrats, elle implique une hiérarchie des priorités entre ayants droit également informelle et différente de ce que prévoient ces contrats. On a ainsi déjà vu dans le chapitre précédent que le rôle passif de l'actionnaire suppose implicitement qu'il est protégé, à

tout le moins, haut placé dans cette hiérarchie, de sorte que la clé de répartition des pertes en usage ne peut pas s'appuyer sur les principes d'équité définis dans les lois de faillite et de liquidation, qui correspondent à la logique actionnariale. On va voir dans la première partie que le même problème se pose entre créanciers *seniors* et entre eux et les créanciers *juniors*. Quoi qu'il en soit, comme dès leur introduction, les recours légaux sont coûteux, les agents font peu et de moins en moins appel aux tribunaux, de sorte que les lois n'évoluent pas et que les principes d'équité qu'elles définissent, ne sont pas appliqués ni éventuellement réévalués à travers la jurisprudence. L'intérêt initial à adopter les usages informels grandit encore avec leur généralisation et avec l'obsolescence des lois. Avec le temps, avec leur enracinement et leur généralisation, ces usages doivent répondre à des besoins nouveaux de coordination entre agents, de sorte que leur complexité croissante les éloigne de plus en plus des droits théoriques. Le problème de fond est véritablement cette dualité du régime de la propriété. Si elle concernait quelques cas isolés, le cas échéant, un tribunal peut facilement statuer en disant le droit des contrats. Mais quand ces pratiques sont générales, un retour brutal au droit des contrats est non seulement dangereux, compte-tenu de la crise de confiance qui résulterait d'un dénouement en chaîne des accords implicites, mais il est peut être aussi à certains égards, injustifié pour les agents privés, compte-tenu précisément de la généralisation de ces pratiques et de leur caractère public, et voir impossible, compte-tenu de l'obsolescence des lois. Quand l'environnement qui au départ a justifié cette organisation change, en particulier quand la concurrence s'intensifie et que l'Administration perd son influence discrétionnaire, la règle de paiement molle mais cohérente qui définissait le système de banque principale devient incohérente. Cette dualité du régime de la propriété, qui auparavant pouvait être régulée, rend à présent la définition de la propriété ambiguë, indépendamment du contexte prudentiel bancaire, ce qui, en retour, sensibilise fortement les agents privés à une défaillance de l'autorité de supervision. Pour que les pratiques amiables dans le traitement des défauts de crédit reflètent les principes définis dans la loi, il ne suffit pas d'exercer une pression sur les banques par le resserrement du cadre prudentiel. Si les banques sont contraintes de traiter des défauts par les lois de faillites inefficaces et si les principes d'équité qu'elles appliquent sont différents de ceux qui fondent le système de banque principale, la pression prudentielle devra être très forte pour forcer les banques à traiter en profondeur les emprunteurs défaillants qui, par opportunisme, ont le plus profité des ambiguïtés juridiques de la période antérieure. Le coût macroéconomique de la résolution de la crise croîtrait alors sensiblement et, par anticipation, la volonté politique de sortir de la crise diminuerait.

• ***L'histoire qui est décrite plus bas*** est celle du tâtonnement institutionnel dans la réforme des procédures légales de restructuration dans l'environnement prudentiel bancaire flou décrit dans le chapitre précédent : comment faire évoluer les lois de faillite d'entreprise quand les banques ne sont pas sous une pression prudentielle assez forte pour les inciter à traiter correctement leurs

pertes et stabiliser leur offre de crédit ? Dit d'une autre manière, ***comment faire évoluer les procédures légales de faillite de manière à assurer le traitement définitif des emprunteurs défaillants, au moindre coût pour l'économie, sous contrainte de non-faillite de leurs banques ?*** Si l'on se rappelle que la crise du modèle bancaire est une crise de mutation du régime financier produite par sa libéralisation, on peut exposer la problématique de ce chapitre d'une troisième manière : comment redéfinir les droits de propriété au moindre coût en terme de disparition d'acteurs, de manière à passer d'un régime de la propriété souple, caractérisé par un modèle de gouvernance informel, où les responsabilités diluées ne correspondent à un équilibre d'incitation cohérent et stable que dans un environnement clos et peu concurrentiel –le *système de banque principale*–, à un régime de la propriété *dur*, caractérisé par un modèle de gouvernance réancré dans le droit des contrats, où l'actionnaire joue un rôle pivot parce que sa responsabilité est totale, et où la concurrence non-destructrice et le développement de la liquidité des marchés du financement reposent sur la capacité à définir explicitement en *ex-ante* les responsabilités des parties prenantes et à les appliquer, donc sur un accès peu coûteux à la faillite et... une norme de solvabilité qui permet de la brandir comme une réelle menace de sanction. On retrouve ici la problématique présentée dans l'introduction générale de l'ouvrage : celle d'une transition de régime financier bloquée par un problème de « *digestion de pertes* » en bilan, correspondant à des enjeux de propriété sous-jacents particulièrement ténus, et en face, une liquidité des marchés d'actifs qui pourrait atténuer ces enjeux et faciliter l'adoption du nouveau régime si elle était améliorée, mais qui ne peut se développer tant que le droit des contrats n'est pas bien ancré... c'est-à-dire tant que ces pertes ne sont pas « *digérées* » ! C'est, comme dans le chapitre ci-dessus consacré à la crise bancaire, une histoire de la faillite sans la liquidité. Dans la gestion de cette crise, au Japon, les rapports entre la faillite et la liquidité ont pris une importance cruciale à cause des réticences de la tutelle à engager ces procédures. On se souvient en effet qu'une transparence des bilans complétant les inspections devait se substituer à la norme de solvabilité pour stabiliser les comportements bancaires. Or cette transparence dépendait de la capacité à valoriser les actifs sur des marchés externes, donc de la liquidité, laquelle n'existait pas et ne pouvait pas se développer dans un contexte prudentiel relâché. Le rapport liquidité/faillite a donc occupé une place bien plus importante que lorsque la règle de faillite bancaire fonctionne correctement, c'est-à-dire, quand elle revient à une nationalisation. Il a cependant été obscurci parce qu'il s'est d'abord posé en terme de transparence, tandis que la Banque centrale assurait par son apport en monnaie centrale le fonctionnement courant de ces banques. Cette fois-ci, les rapports entre faillite et liquidité sont bien plus visibles et fondamentaux. La mise en faillite ne débouche pas sur une nationalisation plus ou moins longue gérée par un seul acteur ayant un accès illimité à la liquidité. Elle se pose comme un problème de coordination entre des acteurs privés aux intérêts divergents, et dont la liquidité intervient comme un facteur décisif sur la manière dont les actifs seront valorisés dans la solution de sortie de crise.

Ce chapitre est organisé en quatre parties. La première (1) présente les dysfonctionnements du cadre de traitement des défaillances d'entreprises avant 2000 : quels sont les effets de cette dualité du régime de la propriété quand la règle de paiement molle du système de banque perd sa cohérence ? Autrement dit, comme la déréglementation financière suppose une règle de paiement dure et donc, la restauration du droit des contrats, on peut reformuler la question de la manière suivante : quels sont les effets de procédures de faillite et de saisines coûteuses sur les capacités de gestion amiable de défauts dans les relations de crédit ? Il s'agit en particulier de montrer comment l'existence de collatéraux, au lieu de constituer une garantie, concourt à réduire les capacités de négociation et finalement, en protégeant des entreprises insolubles de la faillite, à empêcher la restructuration des actifs productifs, indépendamment du contexte prudentiel bancaire. Pour commencer à répondre à cette double préoccupation sur l'efficacité des actifs mobilisés et sur la convergence vers une règle de paiement dure, les trois parties suivantes explorent les problèmes formels de conception des procédures de faillite et en particulier, la notion d'*efficacité économique* de la faillite. Pour cela, on propose d'abord un détour par les Etats-Unis dans la deuxième partie (2), où l'on s'intéressera à la procédure légale de restructuration dite du *Chapter 11*. Un retour sur ses origines, l'*equity receivership* et ses réformes pendant la Grande Dépression, permet dans un premier temps de comprendre comment les législateurs ont été amenés à s'intéresser, non plus seulement à la protection des dettes dans la liquidation, mais aussi à la valorisation des actifs dans la conception des procédures de faillite, pour traiter des cas d'insolvabilité ressemblant à ceux rencontrés au Japon après l'éclatement de la bulle : de gros emprunteurs non liquidables, entretenant des relations multi-créanciers et ayant engagé des collatéraux immobiliers. Comme cette préoccupation de valorisation de l'actif nouvelle entraîne un problème nouveau, le financement de la procédure de restructuration, on s'intéresse dans un second temps au rapport de son efficacité économique à la liquidité de l'environnement dans lequel les actifs et les dettes s'échangent. La pénurie de liquidité pendant les années trente conduit les autorités à abandonner cette approche négociée de la faillite, pour en quelque sorte *nationaliser* la procédure, ce qui nous renvoie directement à la période contemporaine, à celle du *Chapter 11*. Introduite en 1978, elle renoue avec une approche de la faillite comme lieu de négociation privé et de valorisation de l'actif. Surtout, alors qu'elle vise originellement les PME, la déréglementation financière permet aux grandes entreprises d'y recourir aujourd'hui de manière exclusive et avec efficacité. Ce succès du *Chapter 11* a conduit plusieurs pays, dont le Japon, à s'en inspirer pour réformer sa propre approche légale de la restructuration. C'est l'introduction de la *Civil Rehabilitation Law* en 2000, et l'objet de la troisième partie du chapitre (3). Comme les motivations des autorités à ce moment-là étaient l'espoir d'inciter aux restructurations... mais sans douleur, c'est-à-dire sans démantèlement, il s'agira d'évaluer l'efficacité économique de cette nouvelle procédure, notamment en la comparant avec son original américain, pour voir si les ajustement introduits correspondent aux particularités de l'environnement japonais : illiquidité, opacité informationnelle, risque moral et déficiences d'exploitation. Cette procédure, trop bien conçue pour assurer une restructuration sans douleur des emprunteurs les plus emblématiques de la crise, n'est perçue ni par eux ni par les banques comme un mode acceptable de résolution des défauts. La quatrième et dernière partie (4) décrit alors la dernière phase de réforme des lois de faillite. Elle pousse explicitement ces emprunteurs refusant de se restructurer à le faire, d'un côté, en les menaçant d'une procédure alternative beaucoup plus dangereuse pour leur survie et de l'autre, en leur proposant une procédure amiable à durée de vie temporaire, qui leur est plus favorable, l'*Industrial Revitalization Corp of Japan (IRCJ)*, mais qui a, comme la faillite, pour objectif principal une réécriture complète des contrats et une répartition explicite des responsabilités sur les nouveaux engagements. Comme dans le chapitre précédent, il s'agit d'en finir avec le cadre informel ambigu du Système de Banque Principale, pour restaurer une approche dure du droit de la propriété, compatible avec la finance de marché.

1. Le traitement du passif contraint à l'accord aimable : l'actif intouchable

Introduction : la faillite impossible, une source de propagation de l'instabilité bancaire jusqu'en 2000

● On a vu que les relations de crédit au sein du système de banque principale sont caractérisées par le développement (i) du prêt à court terme et surtout (ii) du recours aux collatéraux immobiliers, y compris pour les gros emprunteurs, et du côté des entreprises, par (iii) un très fort endettement déséquilibrant les comptes financiers et (iv) des déficiences au niveau de l'exploitation. On s'intéresse ici principalement aux relations multi-créanciers, parce que ce sont elles qui posent le plus de problèmes au Japon au regard des particularités de la relation de crédit définies à l'instant. Les restructurations financières et réelles drastiques nécessaires et auxquelles les emprunteurs résistent sont, comme on va le voir, impossibles à imposer dans le contexte légal japonais, compte-tenu des deux particularités de la relation de crédit évoquées à l'instant. Également, on pose ici que les procédures de redressement légales en vigueur avant 1999 étaient suffisamment impraticables pour décourager leur recours, et pour rejeter un défaut sur le crédit vers deux issues possibles⁴³⁴ : soit l'accord amiable pour une restructuration au sein d'un système de banque principale, soit la liquidation de l'emprunteur et/ou des garanties éventuelles.

● L'objectif de cette première partie est de montrer que ces deux issues sont fortement compromises. Elle fait écho à la section 3.2. du chapitre précédent, où il a été question de la conception d'origine du système de banque principale et de sa perte de cohérence dans la déréglementation. Mais on s'intéresse cette fois-ci au décalage entre le cadre juridique dans lequel cette organisation bancaire a émergé et la forte demande de droits produite par la déréglementation financière et à laquelle le système judiciaire japonais ne répond pas. Elle montre que pour que les banques traitent définitivement leurs pertes, les menaces de saisine des garanties et de faillite légale sont absolument nécessaires. Moins elles le sont, plus les incompatibilités discutées plus haut entre le modèle de la banque à l'engagement qu'est le SBP et la finance de marché sont exacerbées. Or au Japon, les liquidations de collatéraux, en particulier les garanties immobilières, couramment utilisées dans les relations de crédit, sont des procédures lourdes et à l'issue incertaine (section 1.1.). Il en est de même des procédures de restructuration légale. La section 1.2. montre que cela a pour effet d'emprisonner les banques principales, celles qui organisent le dialogue avec l'emprunteur, dans des négociations amiables où elles ont proportionnellement plus à perdre que les autres créanciers (1.2.). Le développement incontrôlé de la dette à court terme des entreprises au Japon, conséquence immédiate de la libéralisation mais aussi de dysfonctionnements juridiques locaux, fragilise encore leur positionnement (1.3.), réduisant encore leur incitation à imposer des restructurations profondes aux emprunteurs en difficulté. Faillites et saisines coûteuses et dettes à court terme et collatéralisation élevées rejettent ainsi face à face ces créanciers principaux avec les autres créanciers. Un pas plus loin (1.4.), on voit que le flou juridique encadrant les pratiques de collatéralisation, auxquelles les banques recouraient massivement, soit pour construire leur relation de crédit –dans le modèle classique du SBP–, soit pour se protéger contre le risque de crédit –dans le modèle perverti post déréglementation–, a longtemps permis aux créanciers de ne pas résoudre ce problème de partage des

⁴³⁴ La section 3.1. plus bas, consacrée aux lois de faillite japonaises, donne les arguments fondant cette proposition.

responsabilités. L'absence de source légale des usages bancaires, explique ainsi un comportement collectif d'aveuglement au désastre, véritable boîte à écho des défaillances de la supervision bancaire.

1.1. Le verrouillage des relations bancaires : des droits des créanciers difficiles à exécuter

1.1.1. Des liquidations d'actifs immobiliers juridiquement difficiles

- Des lois datant de la seconde guerre mondiale, en particulier la *Building Lease Law*, rendent presque impossible pour un propriétaire l'expulsion des locataires même après l'expiration du bail⁴³⁵. Cette caractéristique générale du droit locatif explique pourquoi les immeubles de logement et de petit commerce sont souvent construits avec des matériaux de mauvaise qualité. Leurs propriétaires, comme leurs locataires, ne cherchent donc pas à valoriser des actifs qui se déprécient vite. Ce qui est valorisé, c'est le terrain. Or comme le prix de vente du bien foncier doit être d'une manière ou d'une autre en rapport avec la rentabilité des services qu'il procure, cette difficulté à valoriser leur usage rend les prix du foncier des grandes villes japonaises particulièrement exposés aux dynamiques spéculatives autoréférentielles.

En immobilier résidentiel, ceci implique qu'il fallait attendre la fin du bail (3 à 5 ans) pour espérer entamer une réhabilitation de l'immeuble et tout simplement pour que la disponibilité de son usage favorise sa vente. Il était possible de demander à la cour un ordre d'évacuation, mais celui-ci était obligatoirement nominatif, visant le locataire du moment. Or ce délai était long, et si pendant ce laps de temps, le locataire changeait, il fallait relancer la demande d'évacuation. Si des modifications juridiques ont été introduites en 1992 facilitant les procédures d'expulsion, ce n'est qu'à partir de 2000 que les changements réglementaires significatifs sont intervenus. Ils sont dans la lignée de la réforme du droit des faillites engagée en 1999 et passent notamment par un allègement des procédures juridiques. Ainsi, l'ordre d'expulsion demandé au juge est à présent non-nominatif, et le délai maximal d'obtention que ce dernier doit respecter, spécifié par la loi. De même, les participants aux enchères qui, si les biens saisis étaient occupés, n'étaient pas autorisés à en inspecter l'intérieur avant la vente mais seulement leur aspect extérieur, y sont désormais autorisés. Ces réformes semblent anecdotiques mais en permettant de relever sensiblement les estimations de prix de liquidation et surtout, en raccourcissant l'horizon temporel des procédures, donc en rendant la solution de liquidation plus attractives, elles ont permis de durcir les droits de la propriété et ce faisant, d'améliorer le fonctionnement des nouvelles lois de faillite sur un aspect crucial de ces procédures.

⁴³⁵ Stone & Ziemba [1993]. On peut également se référer à l'ouvrage de Koo [2003-chap.10], qui présente les particularités du marché de l'immobilier japonais, comme des facteurs d'illiquidité. Enfin, en français, Aveline [1995] fournit des informations très détaillées sur le droit locatif et sur la réglementation et les pratiques coutumières en matière d'immobilier et de foncier, tirées en partie de sa thèse de doctorat sur le sujet.

Le problème est plus délicat et plus complexe pour l'immobilier commercial. A côté des barrières imposées par le droit locatif, il existe, à l'avantage des utilisateurs propriétaires ou locataires, une clause restrictive à l'exercice des garanties. Tout en confirmant la saisine de l'actif, le tribunal peut surseoir à sa mise à disposition s'il juge qu'elle entraînerait une dégradation excessive du fonds de commerce ou si, malgré l'avis positif du tribunal, une requête est posée par un autre créancier jugeant que son exécution entraînerait une dépréciation de l'actif net de l'emprunteur⁴³⁶. Dans les faits, il faut donc aussi compter avec la lenteur des tribunaux et la coopération de tous créanciers, dont les non-nantis⁴³⁷.

- Ces réformes ne sont pas encore suffisantes pour garantir la prompte exécution des saisines. Le système de transfert automatique des droits de propriété et de gestion attachés aux hypothèques est mis en place en 2002 seulement. Comme dans tous les pays, il s'agit là d'une réforme cruciale, intervenue dans beaucoup de pays développés après les crises immobilières des années quatre-vingt-dix. Ce système n'existait pas auparavant, en partie en raison d'un système de cadastre rudimentaire. Le créancier ne pouvait se réclamer propriétaire en bonne et due forme qu'après un jugement du tribunal, lequel prenait du temps. Entre temps, le bien n'était plus entretenu et perdait de la valeur⁴³⁸.

- Tous les problèmes évoqués ici, en affectant l'exécution des nantisements, affectent l'équilibre des négociations entre les créanciers *seniors*, *juniors* et l'emprunteur, dans la résolution des défauts touchant au marché de l'immobilier directement ou indirectement, autant dire la plupart des cas de défaut. L'extrême longueur des procédures observée jusqu'à la fin de la décennie passée, sensiblement réduite depuis, a servi de levier aux défaillants pour négocier des remises de dette dans des conditions avantageuses. Entre les nombreux frais de justice, le coût de portage de la procédure, d'autant plus élevé qu'elle est lente, la perte de valeur due à l'abandon de gestion par les anciens propriétaires et l'aléa du marché, enfin la déprime du marché, Koo [2003] calcule que l'inefficacité du système a entraîné, une perte de valeur de 30% de l'actif par rapport à des conditions de vente normales.⁴³⁹

⁴³⁶ Cette restriction existe aussi dans les procédures légales de redressement qui excluent en théorie ces classes de prêteurs et qui, jusqu'en 1999, garantissaient leur exécution et, dans le principe, même pendant la procédure judiciaire.

⁴³⁷ Même si la législation japonaise est particulièrement à l'avantage des usufruitiers, tous les pays rencontrent ce type de blocage, dans la mesure où les procédures de faillites cherchent à maximiser l'actif net de l'ensemble des créanciers. Si l'emprunteur peut être sauvé, le contournement de cet obstacle est rendu possible par le versement aux créanciers *seniors* d'un équivalent monétaire des garanties. Le problème devient le financement de la procédure de redressement, problème qui, comme on le verra, n'a pas encore été traité par le Japon.

⁴³⁸ Koo [2003] insiste sur le fait que pour l'immobilier résidentiel, ces périodes de latence posent un réel problème en raison de la légèreté des matériaux utilisés et d'une manière générale, de la mauvaise qualité des constructions. Il explique cela par un coût exorbitant du foncier mais très faible de la construction, et par une particularité du marché foncier japonais, le morcellement des terrains, favorisant l'étroitesse des habitats et pour cette raison entre autres, le faible effort de valorisation des logements. Leur entretien suspendu signifie une perte de valeur immédiate.

⁴³⁹ Le coût engendré par la lourdeur des systèmes de saisine et d'enchères était évalué par le *Legislative Council* à 500 milliards de yens par an sur les années quatre-vingt-dix, sans compter les coûts indirects associés aux problèmes d'incitations discutés plus haut. (Cf. Rapport de 2001, *On structural reform of public auction sales of real estate and land assets*).

1.1.2. Une solidarité contrainte entre créanciers *seniors* : la pratique des droits partagés sur les collatéraux et l'héritage du Code Napoléon

- Les banques japonaises recourent régulièrement à une méthode de solidarisation des créanciers qui consiste à adosser à un même collatéral plusieurs dettes octroyées par des banques différentes et pour des encours et des termes qui ne sont pas nécessairement les mêmes. Cette pratique d'empilement des droits, contraire dans l'esprit au principe de la garantie, s'est justement développée dans les relations multi-créanciers, moins pour s'assurer contre les gros emprunteurs que pour renforcer la cohésion entre les créanciers dans le système de banque principale.

- La montée des prix de l'immobilier date de la fin des années soixante-dix. Or avec des taux de délinquance sur le crédit bas et un endettement bancaire traditionnellement élevé, la valorisation d'actifs mis en garantie pendant la durée d'un prêt libère des capacités d'endettement. Ces opportunités de crédit sont réduites pour la banque qui a déjà consenti un prêt, ayant officiellement déjà procédé à une évaluation de l'actif, mais pas pour de nouveaux créanciers. Ce qui distingue alors le Japon est que l'adossement de nouveaux crédits à la garantie est soumis à l'approbation des premiers détenteurs du nantissement. Cela vient de deux facteurs :

- (i) L'ordre de priorité dans les remboursements n'est pas certain dans le système de banque principale : alors qu'elle partage le même horizon temporel que celui des actionnaires de l'emprunteur, la banque principale est aussi traditionnellement et contractuellement, première dans l'ordre des remboursements sur les garanties partagées auxquelles elle participe⁴⁴⁰. Ce statut de créancier *senior* de premier rang empêche ceux qui lui sont inférieurs de presser à la liquidation, les contraignant à s'aligner sur l'avis de la banque principale.
- (ii) Un reliquat du code napoléonien stipule que les droits associés à une garantie ne sont éteints que de deux manières : l'absence de défaut sur la dette ou l'exécution et la liquidation réelle de la garantie. Autrement dit, un créancier nanti peut refuser, même de la part d'un tribunal, un plan prévoyant l'abandon de sa garantie, même si la compensation monétaire obtenue en contrepartie correspond à la valeur liquidative de cette garantie⁴⁴¹. Dans le cas d'un nantissement non partagé –le cas simple–, si un créancier *senior* est contraint de participer aux négociations entre créanciers par le tribunal⁴⁴² ou parce qu'on est entré dans une procédure légale de restructuration le prévoyant (cf. Tableau 13), il dispose à

⁴⁴⁰ En général, la banque principale est contractuellement prioritaire. Mais ces droits théoriques de créanciers seniors ne correspondent pas à l'approche de la relation de crédit de la banque principale, plus proche de l'intérêt des actionnaires. Elle n'a donc aucun intérêt à la liquidation et peut bloquer les créanciers senior qui viennent après elle sur les garanties communes.

⁴⁴¹ Ce principe juridique est supprimé avec l'introduction de la CiRL en 2000, de sorte qu'un jugement du Tribunal peut contraindre un *senior* à accepter une compensation monétaire contre l'abandon de sa garantie.

⁴⁴² Par exemple au motif d'un risque de dégradation de l'actif net de l'emprunteur en cas de saisine (voir ci-dessus).

son tour d'une capacité de blocage de ces négociations. En définitif, son intérêt à participer à la négociation dépendra du rythme de dégradation de la valeur du collatéral, mais aussi de l'importance des dettes totales à effacer pour sortir l'emprunteur de la crise. Si celles-ci sont trop importantes ou que la capacité d'absorption de ces pertes par les autres créanciers diminue, les sacrifices exigés du créancier seront importants et il exercera son droit. Vu sous un second angle, dans le cas d'une garantie partagée, un créancier co-bénéficiaire d'une garantie ne peut effectivement exercer ses droits ou user de son influence et menacer de liquider l'actif gelé... que si tous les créanciers co-bénéficiaires donnent leur accord.

Il s'agit là de deux leviers d'incitation utilisés par la banque principale pour enserrer les autres créanciers dans une éventuelle procédure de renégociation de dette. En effet, même s'il arrive que la première ne participe pas aux garanties partagées, ces pratiques facilitent l'homogénéisation des intérêts des créanciers tiers, qui sont parfois d'autres banques principales dans des relations de crédit où la première est banque secondaire. Toutes ont alors intérêt à la préservation des usages du système, le recours à l'accord amiable.

- L'empilement des droits sur les collatéraux devient dangereux pendant les crises et de baisse des prix d'actifs car il crée de multiples blocages et notamment, rend la valeur liquidative des garanties très incertaine. Il devient pervers dès qu'une seule des banques 'co-nanties' est sujette à l'aléa moral et qu'un cadre prudentiel relâché lui permet d'effectuer des arbitrages de traitement des pertes. Ces capacités de blocage font systématiquement converger les négociations vers l'intérêt du créancier le plus instable, s'accordant alors sur un plan de redressement *a minima*.

1.2. L'argument de la perte maximale dans un cadre multi-créanciers sans faillite : la banque principale, la faillite et la concurrence

- Voyons à présent l'effet de procédures de faillite impraticables sur l'équilibre d'une relation multi-créanciers. Le problème discuté ici n'est pas spécifiquement japonais mais général. C'est celui de la règle de l'unanimité dans les accords amiables⁴⁴³. Pour l'obtenir, la banque principale va assumer un coût d'ajustement de la dette supérieur à ceux supportés par les autres banques⁴⁴⁴.
- Le tableau ci-dessous donne la clé de répartition des dettes d'une entreprise en difficulté, dont le redressement nécessite un taux d'annulation de 50%. La dernière ligne donne l'impact de ces annulations sur les fonds propres de banques de taille identique. La banque 1 est celle qui est la plus en demande d'un traitement rapide, ayant le plus à perdre d'une dégradation continue des actifs de l'entreprise. Or elle ne peut pas se retirer sans que l'entreprise tombe en faillite. Inversement, la banque 3 est en position de force. Les conséquences de nouvelles pertes sur ses fonds propres sont de toutes façons faibles et, outre qu'elle peut rejeter aisément la responsabilité

⁴⁴³ On retrouve typiquement cette problématique pour expliquer l'insuccès de la procédure JBA (p.663).

⁴⁴⁴ On suppose ici que la banque principale détient la plus grosse part des créances.

de cette situation sur les autres créanciers, elle peut aussi se retirer sans faire tomber l'entreprise une fois la suspension concertée des paiements brisée par le rejet du plan. Dans ces conditions, la première banque ne peut obtenir l'unanimité et l'adoption du plan de redressement qu'en acceptant de supporter une proportion des pertes résultant des annulations de créance supérieure à ses engagements. Plus le nombre de créanciers secondaires augmente, plus ce chantage devient intenable ou conduit à des restructurations de dette *a minima*. Celles-ci vont à leur tour accroître le flou des responsabilités entre la banque principale et les autres banques, à présent au courant.

Tableau 12 – Limites de la réduction de dette par la solution amiable

<i>Banques de même taille en fonds propres (200)</i>	Banque 1	Banque 2	Banque 3
Encours	100	50	10
Si réduction de moitié de la dette nécessaire	-50	-25	-5
Impact sur les fonds propres (en %)	-25%	-12,5%	-2,5%

• Ici, en l'absence de loi de faillite viable –ou si elle impose une majorité qualifiée trop élevée–, le système devient pervers puisque la règle d'unanimité permet aux petits créanciers de prendre en otage les plus gros. En dynamique, les pertes supérieures qu'ils assument doivent les conduire *ex-ante* à renforcer leur *monitoring* et par conséquent à renchérir leurs conditions d'octroi de crédit, ce qui, en présence d'asymétries informationnelles sur un marché du crédit concurrentiel, aboutit à réduire leur poids relatif dans la dette contractée par l'emprunteur. L'équilibre atteint est caractérisé par une plus grande dispersion de la détention des dettes, d'où une perte de la capacité de *monitoring* dans la relation à l'engagement et, par conséquent, un affaiblissement des capacités de coordination en cas de défaut. Les conclusions du jeu décrit ci-dessus soulèvent un problème général d'économie bancaire, mais qui vaut particulièrement pour le Japon, parce que le risque moral y affecte l'offre bancaire sur une longue période. Elles ont ceci de notable qu'elles inversent radicalement les conclusions des articles théoriques sur la banque à l'engagement, fondant son efficacité, en grande partie, sur la concentration des dettes dans les mains d'un petit nombre de créanciers⁴⁴⁵. Au cœur du problème, il y a la conjonction d'un marché de l'offre de financement concurrentiel avec une loi de faillite impraticable⁴⁴⁶. Si on lève la seconde hypothèse, la prise d'otage des gros créanciers par les petits n'est plus possible, précisément parce que la faillite rend possible un concordat à la majorité qualifiée. C'est ce que l'on voulait montrer ici. Mais on peut aller un peu plus loin.

Le problème informationnel demeure : comme la concurrence sur le crédit rend difficile de tenir une relation bancaire à l'engagement, les capacités de *monitoring* sont réduites et nombre d'emprunteurs sont exclus, de sorte que si la dette d'un emprunteur est moins dispersée que dans

⁴⁴⁵ Voir Bulow & Shoven [1978] pour la banque à l'engagement, Hoshi, Kashyap & Sharfstein [1991] pour le Japon.

⁴⁴⁶ Dans la lignée de ces auteurs, Gertner & Scharfstein [1989], qui raisonnent aussi dans un environnement bancaire concurrentiel, relèvent l'importance de la menace exercée par la faillite légale pour verrouiller le modèle.

le cas sans faillite, le niveau agrégé de l'offre de financement est bas. Les travaux cités plus haut sur la banque à l'engagement aboutissent à une offre de crédit très concentrée pour chaque emprunteur parce qu'ils supposent d'emblée un marché du crédit concurrentiel et l'absence de concurrence entre modèles de relation de crédit. Or si l'on sait que les transformations des structures bancaires sont lentes, cela ne suppose pas qu'elles sont nulles et surtout, cela ne doit pas faire oublier que la plupart du temps, la déréglementation du crédit se double d'une libéralisation des marchés financiers. Or la dissémination des risques sur des marchés financiers qui peuvent s'assécher brutalement place les créanciers anonymes dans la position du créancier minoritaire décrite plus haut. Quand les faillites légales sont impraticables, ils exercent collectivement une forte pression sur les banques pour que celles-ci pallient à l'incapacité du marché financier à se coordonner –ou plus précisément sa capacité à jouer le rôle de passager clandestin– et pour qu'elles soutiennent l'emprunteur afin que la valeur de ce dernier ne s'effondre pas consécutivement à une crise de liquidité.

Seule la réduction de la concurrence, en réduisant le besoin de recourir aux procédures légales, permet au système de crédit d'atteindre un meilleur équilibre informationnel et éventuellement, de fonctionner efficacement dans un environnement où l'exercice de la faillite induit des coûts importants. Plus la concurrence est forte, plus la gestion des asymétries informationnelles pose problème dans une relation à l'engagement, plus elle implique la dispersion des dettes entre les créanciers et une gestion de portefeuille du risque de crédit par les banques, suivant un modèle de banque à l'acte, et *in fine*, nécessite des procédures de faillite accessibles pour rompre et réécrire les contrats par une règle de majorité abaissée. On retrouve ici le paradoxe de la faillite : plus le marché est libéré et la concurrence forte, plus elle est nécessaire.

- Dans sa version classique décrite dans le chapitre précédent, le système de banque principale avait une parade pour sortir de ce dilemme du prisonnier : la banque principale se retrouvait à la fois fournisseur de prêts à court terme et créancier prioritaire au sein des nantissements partagés (cf. p. 471). De cette manière, le risque de fuite des financements et l'argument de la perte maximale pour les créanciers secondaires sont désamorçés. La libéralisation financière étiole les capacités de gestion des asymétries informationnelles dans ce modèle de relation de crédit parce que les banques perdent le contrôle des sources de financement, donc à la fois leur maîtrise de l'information sur l'emprunteur, et le monopole dans l'usage de cette information. En particulier, elles ne contrôlent plus l'endettement à court terme (cf. p.475 sur les billets à ordre) et le poids du financement de marché augmente. Ceci implique que le dilemme du prisonnier réapparaît et que leur responsabilité dans la dégradation des actifs de l'emprunteur augmente alors même qu'elles ont été instituées créancières de rang prioritaire. Quand en plus, l'exercice des nantissements et les redressements légaux ont un coût rédhibitoire, leur priorité dans les remboursements devient tout théorique et le risque de non-coopération des autres créanciers élevé.

1.3. L'impact d'une dette à court terme incontrôlable dans les négociations amiables : le problème de l'escompte des billets à ordre⁴⁴⁷

- Le développement des marchés a donc fragilisé la position des banques principales, et accru l'exposition du système dans son ensemble au risque moral. On montre ici qu'à cause d'un endettement à court terme élevé des entreprises que les banques principales ne contrôlaient pas, quand la crise est intervenue, ces dernières ont justement été contraintes d'intensifier leurs prêts à court terme et les nantissements partagés pour éviter le défaut immédiat, avec deux effets : une nouvelle détérioration de leurs capacités de négociation avec les emprunteurs et une contradiction croissante dans l'attitude de la banque principale, entre un engagement croissant et une responsabilité qu'elle souhaite redéfinir.
- Jusqu'à la seconde partie des années quatre-vingt-dix, les billets à ordre sont très utilisés dans les relations commerciales. Leur escompte fait partie des activités routinières des banques, et dans les relations multi-créanciers, sont le privilège de la banque principale. Ces billets sont émis le mois suivant la transaction commerciale, pour une maturité allant de quatre à six mois. Il peut donc s'écouler sept mois entre le moment de la livraison du bien payé par le billet à ordre et l'échéance de celui-ci, de sorte que si l'entreprise est insolvable au moment de la transaction réelle, son état n'est révélé que sept mois plus tard, pendant lesquels il y aura eu cinq ou six autres émissions pour régler les achats courants. Quand le défaut apparaît, la dette à court terme est énorme. Et si les billets ont été escomptés par le fournisseur à sa banque, il ne s'agit plus d'une dette inter-entreprise, de rang prioritaire en cas de défaut⁴⁴⁸, mais d'une dette financière classique, détenue par la banque et classée *junior*. Cette activité routinière comporte donc un risque élevé, souvent mal rémunéré pour la banque, laquelle se trouve en première ligne s'il faut renégocier la dette, même si ses encours ne constituent pas la majorité relative des prêts octroyés au défaillant.
- Dans les années quatre-vingt, jusqu'à la moitié de la décennie suivante, ce problème prend des dimensions exceptionnelles, à la faveur du développement de pratiques frauduleuses parmi les entreprises de toutes tailles, à savoir des émissions croisées de ces billets à ordre entre elles (*Yuzū Tegata*), sans transactions commerciales sous-jacentes. Ces papiers sont ensuite présentés en abondance aux banques pour obtenir du cash. Ces supports sont escomptés par des chambres de compensation d'associations bancaires qui disposent d'un système de notation commun mais aux règles d'application imprécises, chaque chambre allouant ses notations d'emprunteurs selon ses propres critères. Elles ne centralisent aussi qu'une partie seulement des informations bancaires sur les emprunteurs, de sorte que toute la dette sur le marché n'est pas connue instantanément. Ceci ouvre aux emprunteurs des fenêtres d'arbitrage entre banques et conduit à une croissance de la dette bancaire à court terme incontrôlée par leurs émettrices, de sorte que l'on peut parler

⁴⁴⁷ Le site <http://www.kinoshita.com/lawarchive/TEGATA.html> fournit l'ensemble des textes de loi relatifs à l'usage des papiers commerciaux. Voir également Takagi [2001] et Koo [2003 - chap. 7-8], ainsi que Tamotsu [2003]

⁴⁴⁸ Assimilée aux fonds de roulement dans une procédure de faillite –dit *common benefits* dans le droit anglo-saxon–.

d'une création monétaire hors banque. Elle explique l'accroissement de l'écart-type à la durée moyenne des prêts jusqu'à la moitié des années quatre-vingt-dix⁴⁴⁹.

La vigilance des banques a baissé depuis les années quatre-vingt et permet le développement de ces pratiques. Elles ne s'alarment pas de la transformation sensible de la structure d'endettement de leurs clients, malgré une courbe des taux qui, globalement, ne sera jamais très pentue. La création monétaire hors banques est donc finalement validée par elles, confirmant la contrainte monétaire molle anticipée par les entreprises. Paradoxalement, les sanctions appliquées aux entreprises émettrices en cas de défaut, excessives parce qu'elles mènent à coup sûr le défaillant à sa disparition, encouragent la fraude massive sur ces billets à ordre⁴⁵⁰. Quand la récession s'installe, les entreprises en difficulté recourent à ces pratiques pour faire de la cavalerie financière et éviter le défaut sur les précédentes émissions. C'est aussi pour elles un moyen de retarder les restructurations. L'existence du *Yuzu Tegata* permet à des sociétés de survivre mais en accroissant considérablement leur endettement, ce qui déclenchera des faillites très tardivement, quand leur valeur nette et leur exploitation seront extrêmement dégradées. Surtout, les emprunteurs cherchent à renforcer leur pouvoir de négociation face à leurs banques principales. Fragilisées par la baisse des prix d'actifs, celles-ci ont alors tout intérêt à fermer les yeux et si nécessaire, proposer des plans de réduction de dette avantageux pour éviter une faillite légale qui serait, pour elles, d'autant plus coûteuse qu'elles se retrouvent créancières de dernier rang. Même si rationnellement elles n'ont plus que ce choix, il est nécessaire d'en limiter les conséquences morales sur les pratiques de financement des entreprises, en restaurant leur contrôle sur cette source de création monétaire. Au milieu des années quatre-vingt-dix, le renforcement du contrôle des chambres de compensation permet de faire disparaître ces pratiques⁴⁵¹.

- L'histoire ne s'arrête pas là. Le maintien en parallèle de sanctions sévères condamnant le défaillant à la liquidation, alors que les dettes accumulées sont déjà élevées, incite les banques qui ne souhaitent pas voir apparaître des créances douteuses dans leurs bilans, à développer des financements alternatifs comme les découverts bancaires autorisés. Mais les créanciers autres que les banques principales relâchent eux aussi les conditions de découvert sans garanties pour les entreprises –taux maintenus mais plafonnements supérieurs–. C'est une rupture dans le système traditionnel, mais elle n'est qu'implicite et surtout, pour des montants inférieurs à ceux des

⁴⁴⁹ Il y a, parallèlement au développement de la dette courte, une hausse de l'endettement à long terme pourvu de nantissements et de la dette subordonnée.

⁴⁵⁰ Les chambres de compensation imposent aux banques membres de suspendre pendant au moins 2 ans toute relation de crédit avec tout émetteur de billet à ordre déshonorant son engagement au mois 2 fois en 6 mois. Une entreprise en défaut, et même sous la protection de la loi des faillites, ne peut donc plus émettre de billet à ordre ni même conserver de compte chèque dans une banque. Dans ces conditions, la valeur de l'entreprise se déprécie rapidement, puisqu'elle est *de facto* jetée hors du milieu des affaires.

⁴⁵¹ Renforcement de la surveillance des chambres de compensation en 1998 : *Law regarding special perfection procedure for the assignment of claims*. Quant à la baisse du recours aux émissions non-frauduleuses de billets à ordre, elle résulte du renforcement du contrôle des risques au niveau des centrales et, au niveau des entreprises émettrices, d'un accroissement du droit de timbrage de l'Etat sur les émissions.

banques principales, permettant d'entretenir l'ambiguïté et en cas de défaut, rendre ces dernières responsables de la situation.

A mesure que la situation se détériore et que la pression prudentielle s'intensifie sur les banques, le risque associé à la conservation d'encours à court terme importants s'accroît. Ce type d'endettement est difficile à réduire pour les banques qui l'accordent, puisque les encours sont élevés et qu'ils sont liés à l'activité d'exploitation des entreprises. En réduisant l'offre à court terme trop rapidement, une banque peut provoquer une dégradation rapide de la valeur de l'entreprise, sa cessation de paiement immédiate et une procédure de faillite coûteuse. De plus, elle risque d'être poussée par les autres banques à assumer une part des pertes des créanciers très supérieure à ses engagements théoriques, compte-tenu de sa responsabilité dans la dégradation de l'exploitation de l'emprunteur, strictement contraire à son rôle de banque principale. Des plans de réduction de dette sont entrepris mais faiblement conditionnés, puisque les annulations consenties, insuffisantes pour assurer aux emprunteurs leur viabilité à moyen terme, n'incitent pas ces derniers à entreprendre des restructurations de l'exploitation. Souvent, les banques acceptent l'abandon d'une partie des créances à condition de transformer cette dette courte en dette plus longue et si possible... assortie de garanties, pour mieux se protéger contre les autres créanciers.

1.4. L'incertitude juridique sur les droits des créanciers, facteur de myopie au désastre

- Dans les jeux complexes décrits plus hauts, où les créanciers se bloquent à tour de rôle, mais où personne n'a intérêt à saisir les garanties ni déclencher des procédures légales de faillite, quand les prix d'actifs baissent, l'emprunteur –actionnaire– acquiert une position avantageuse, qui magnifie le risque moral sur les banques, l'arrière-plan de ce chapitre. Il est le seul vrai gagnant. Pour un pays où *sur le papier*, la loi est dure pour les emprunteurs en défaut, c'est un paradoxe intéressant !

Cet avantage conduit au développement du crédit de complaisance pendant la récession, et à l'annulation de dettes mal conditionnées de la part des créanciers non-nantis, supportant la charge la plus grosse du fardeau des restructurations de dette. Parallèlement, il ne découragera pas les pratiques de nantissement. Malgré l'enfermement des créanciers nantis dans le processus de négociation, malgré toutes les incertitudes auxquelles leur exécution renvoie et malgré la baisse des prix de l'immobilier, les banques continueront de prendre des collatéraux en empilant dessus des droits de créanciers multiples. Qu'est-ce qui entretient cette myopie ?

Les renégociations cosmétiques de la dette ont l'avantage de permettre de mieux classer les emprunteurs et donc de réduire les provisions à mobiliser. Il confère aux créanciers nantis plus encore qu'aux autres le sentiment d'une garantie qui fonctionne effectivement. Ce sentiment d'immunité tourne à celui d'impunité quand il s'agit de prêter à des emprunteurs déjà lourdement endettés, mais disposant encore d'actifs nantissables. Souvent, ce sont les banques principales elles-mêmes qui, en

manque de fonds propres, cherchent les nouveaux créanciers. Il faut relever que ces pratiques se poursuivent parce que pas un seul ayant droit ne déclenche la faillite. Le sentiment d'immunité s'appuie en définitif sur le problème de fond du système de banque principale, l'ambiguïté sur la responsabilité des pertes. On rejoint le propos d'introduction au chapitre, qui s'avère ici crucial : une forte production d'usages bancaires sans source légale, sans droit positif écrit l'encadrant, crée l'incertitude juridique.

1.4.1. L'incertitude sur la définition des droits associés aux collatéraux : la banque principale mais pas responsable

- On sait qu'il y a une incompatibilité entre les droits théoriques associés à la détention de collatéraux et les usages développés depuis la fin des années quatre-vingt, qui organisent les pratiques de nantissement au sein des relations de banque principale. De fait, les règles de priorité sur les collatéraux partagés, et même l'attribution de la garantie effective en cas de défaut, se sont assouplies avec l'approfondissement de la crise et les difficultés croissantes des banques principales à apporter seules les financements nécessaires à l'emprunteur. Le développement du nantissement a donc accru le flou sur les responsabilités relatives des créanciers au lieu de constituer une sûreté pour eux.

Le développement de la dette à court terme nourrit encore ce flou car la position de créancière de premier rang historiquement détenue par la banque principale, est à la fois théorique, et en contradiction avec les responsabilités qui lui incombent, de par l'accroissement de ses prises de risque à court terme jusqu'à la seconde moitié des années quatre-vingt-dix. Les créanciers secondaires cherchent à juste titre à minimiser leurs responsabilités, en arguant, ce qui est vérifié dans les usages, que les clés de répartition des pertes sont toujours négociables et que les règles de priorité dont bénéficie la banque principale ne sont pas appliquées systématiquement. Les banques principales, de leur côté, relèvent qu'une des raisons d'être de cet ordre de priorité était d'inciter les créanciers secondaires à exercer un contrôle de la qualité des activités de *monitoring* sur les premières, le principe du contrôle délégué impliquant nécessairement l'attention des créanciers secondaires sur la qualité du travail de la banque principale. Cette approche, non fondée dans les modèles théoriques d'Aoki⁴⁵², est un principe de précaution qui s'appuie, dans la réalité, précisément sur le fait que les accords sont implicites et que '*tout est négociable*'⁴⁵³.

⁴⁵² L'incitation au *monitoring* repose sur le poids des banques principales dans la dette sur leurs revenus tirés de la participation au capital des emprunteurs, autant de mécanismes dévoyés depuis la déréglementation financière.

⁴⁵³ Cet argument des banques principales est plus pertinent qu'on peut le croire *a priori*. Dans la première partie des années quatre-vingt-dix, c'est sous la pression du Ministère des Finances que les banques ont maintenu un classement surévalué pour les *jusens* et toutes les non-banques engagées dans l'immobilier. Les banques secondaires ont aidé les banques principales à soutenir ces emprunteurs, avec implicitement la garantie qu'en cas de défaut, ces dernières rachèteraient les créances des premières à leur valeur faciale et que l'Etat ferait la même chose avec elles. Quand l'Etat se dégage petit à petit de ses responsabilités, cette option *put* acquise par les banques principales sur lui devient douteuse. Il en va donc de même de celle acquise par les créanciers secondaires sur les banques principales.

- Cet enchevêtrement de droits *seniors* et *juniors* détenus par la banque principale avait son efficacité dans le modèle canonique japonais antérieur aux années quatre-vingt. Si dans le modèle canonique anglo-saxon, une banque accorde un nouveau prêt à un emprunteur en difficulté, si en particulier ce prêt est nanti, elle prend le risque d'être poursuivie par les autres créanciers pour détérioration de la valeur des passifs. Elle ne le fera pas, sauf avec l'aval ou à travers un syndicat composé des créanciers, c'est-à-dire dans le cadre d'une procédure légale de redressement. Mais une banque principale japonaise décide seule, ou avec une autre banque créancière, d'accorder un financement permettant d'assurer à l'entreprise un délai informel pour prouver sa capacité à se ressaisir... avec accord tacite des autres créanciers. Implicitement, la banque principale est censée supporter davantage de responsabilités en cas de faillite. Ici, si elle exige un collatéral, celui-ci ne lui sert qu'à économiser des fonds propres, ou à préserver son statut de banque principale tout en assurant elle-même la rentabilité des prêts des banques secondaires⁴⁵⁴. Eventuellement, ce prêt garanti peut être octroyé par une autre banque, mais alors, celle-ci bénéficiant théoriquement de son statut de créancier prioritaire, la banque principale ayant amené l'affaire et connaissant l'emprunteur s'engage implicitement à ne pas poursuivre l'autre banque pour dépréciation d'actif net. Cet engagement implicite peut alors être assis sur des prises de garantie communes⁴⁵⁵.

L'avantage du système japonais est l'économie de la procédure de faillite. Mais en raison de la fragilisation temporaire volontaire des banques principales pendant les crises et parallèlement, de l'incertitude sur le périmètre exact de leurs responsabilités, la fiabilité de ce système est toutefois hautement sensible à l'aléa moral sur les banques et à l'instabilité macroéconomique. Dans le cas contraire, le flou des règles de coordination devient source de blocage aux procédures de redressement que la banque est censée *couvrir*.

1.4.2. La myopie au désastre : les banques japonaises vers l'équilibre de Nash

- Ces défauts de coordination n'apparaissent pas au grand jour tant que la banque principale conserve les attributs extérieurs de son statut –apports de financement et éventuellement, envoi de représentants– et que les autres banques continuent de l'assister. On a vu les principaux ressorts d'une telle attitude : la tutelle favorisant le maquillage prudentiel et le maintien du

⁴⁵⁴ Dans ce cas, la détention des principaux collatéraux par la banque principale est pour celle-ci un moyen de pression, d'exclusion de la concurrence, qui lui permet de conserver son rang de banque principale. Les garanties que le collatéral procure effectivement sont prioritairement destinées à assurer la rentabilité des prêts effectués par les autres créanciers. C'est le même principe qui s'applique sur le crédit quand il n'est pas nanti mais à court terme implicitement renouvelable. Le meilleur rang de priorité attaché à ceux-ci ne doit pas servir à la banque principale à se prémunir contre le défaut. Il faut donc dissocier ici aussi les droits écrits du créancier de ceux dits dans les usages.

⁴⁵⁵ L'ensemble de ce raisonnement est valable si le prêt accordé est à court terme. Dans ce cas comme dans l'autre, il y a la capacité d'influencer immédiatement la valeur de l'actif net de l'emprunteur en récupérant les fonds (arrêt des flux à court terme ou exercice des nantissements), la promesse de ne pas le faire et celle que la banque principale reconnaisse une plus grande part de responsabilités que sa quote-part des crédits en cas de défaut.

système, croyance au retour de la croissance, difficulté du banquier à juger de l'évolution de la qualité de ses crédits. Ceci correspond à la période antérieure à la crise bancaire majeure de 1998.

Avec la dégradation explicite de la qualité des créances, quand il faut commencer à provisionner, les banques prennent conscience des imprécisions dans les mécanismes de coordination entre créanciers. Mais tant que la pression sur les fonds propres bancaires et tant que les inspections sur la qualité des crédits sont limitées, cette prise de conscience ne conduit pas à une remise à plat de l'équilibre de coopération. Le poids de l'insolvabilité n'apparaît pas. Dans ce non-dit, les mécanismes classiques du système de banque principale deviennent pervers : les accords de crédits sont conditionnés à l'envoi de personnels représentant la banque principale, et/ou à une demande plus intense de documents comptables et de contrôle de gestion par cette dernière. Mais ces actions déresponsabilisent les actionnaires, les dirigeants et surtout, les autres créanciers, qui y voient une manifestation des responsabilités acceptées par la banque principale. Celle-ci n'est donc plus incitée à donner des signes explicites de *monitoring*, autres que ceux émis par n'importe quelle banque. Elle n'est plus en mesure non plus de peser dans les négociations : restructurations faiblement conditionnées ou développement des découverts et parallèlement, renforcement des taux de couvertures des collatéraux sur des crédits longs à taux réduits. Tant que les pertes acceptées suite aux restructurations et annulations de dettes restent limitées, les autres banques ont intérêt à y participer si elles subissent elles aussi une pression sur le capital, mais pas sur la qualité de leur politique de crédit : à court terme, les dettes sont favorablement reclassées à moindre frais. La participation de toutes les banques, mais supérieure de la banque principale, permet la prolongation de la période de non-dit.

Cette période est d'autant plus longue que (1) la pression sur le capital des banques est faible ou (2) ne s'accompagne pas d'un resserrement des règles d'évaluation des crédits bancaires – possibilités de surclassement–, et (3) le coût unitaire des faillites légales est élevé ou incertain. Le non-dit dans les dettes multi-créanciers s'apparente à un blocage des comportements dans un équilibre de Nash quand la situation de l'emprunteur s'aggrave. L'équilibre de non-dit ne bascule brutalement que si (1) il n'y a plus de capital bancaire en absolu, (2) les possibilités d'arbitrage de classements disparaissent ou (3) le coût des faillites diminue.

- Au Japon, ces trois éléments ont joué à tour de rôle pour remettre en question la stratégie du régulateur. L'élément déclencheur fut la disparition totale des réserves de plus-values latentes des banques en 1997-98, au moment même où la politique prudentielle sort de la main du Ministère des Finances et se resserre. Elle contraint les établissements non banques principales à se retirer (Fujiwara [2002]), ne laissant d'autre choix aux banques principales que de s'y substituer auprès des emprunteurs en difficulté. Leur manque de capital les contraint à leur tour à réduire l'offre de crédit à la fois à ceux pour qui elles ne sont pas banquier principal et aux nouveaux emprunteurs.

- Il y a deux catégories de lois de faillite : celles qui décrivent le cadre des procédures de redressement et celles qui organisent la liquidation pure et simple. Le corps du chapitre s'intéresse exclusivement à la première catégorie de lois, parce qu'elle pose des problèmes de construction plus complexes, en tâchant de rendre cohérents –au sens de l'équité et de l'efficacité– l'acte de rupture de contrat avec celui du retour sur le marché. La seconde catégorie de lois est moins problématique. L'objectif est clairement défini : la liquidation des actifs. Elle est toutefois importante puisqu'elle dit dans quelles mesures un créancier peut exercer ses droits et par conséquent, exercer une menace crédible sur les emprunteurs.

- Il y a au Japon deux principales procédures de liquidation prévues par la loi, la *Bankruptcy Law* (1922), pour les ménages et entreprises, sur le modèle de la loi de faillite allemande de 1877, et la *Special Liquidation Law* (1938), inspirée du Chapter 7 des Etats-Unis, et qui vise uniquement les sociétés cotées. Ces lois n'ont quasiment pas subi de révision avant celles de 2003 et 2004, leurs nouvelles versions s'appliquant à compter d'avril 2005. Au début des années quatre-vingt-dix, 50% de ces procédures duraient plus de trois ans et le quart plus de cinq⁴⁵⁷. Les changements introduits répondent aux principaux problèmes antérieurs.

Le premier –et qui s'applique à toutes les procédures légales de faillite– est l'élévation du bas au sommet de la hiérarchie des droits des créanciers, des salaires et pensions non versés jusque trois mois avant l'enregistrement au tribunal. Il s'agit là d'un alignement sur les principes en vigueur dans la plupart des pays industrialisés, source d'une plus grande justice sociale.

Plus structurelles sont les causes de la longueur des procédures. Les procédures légales de liquidation au Japon sont traditionnellement de type '*debtor led*', à l'opposé des lois américaines dites '*creditor led*'. Elles cherchent en théorie à éviter la gestion publique du processus (liquidation '*in court*') grâce à l'intervention d'un liquidateur nommé par le tribunal. En théorie, cet avoué peut venir du secteur privé plutôt qu'être un juge, à partir du moment où il est totalement indépendant⁴⁵⁸. Compte-tenu à la fois de la dimension morale de la faillite au Japon avant 1999, du manque d'expertise des juges et de la rareté des marchés secondaires, les tribunaux se sont appliqués à suivre à la lettre des lois censées n'être à l'origine que de recommandations de principe ('guidelines'), effectuant un contrôle tatillon des procédures et nommant essentiellement des juges aux postes de liquidateurs. La réforme de la *Bankruptcy Law* en avril 2004 rapproche le modèle japonais de celui prévalant aux Etats-Unis. Le changement majeur est que les créanciers peuvent de leur propre chef décider de déclencher la procédure et de se réunir en comité pour l'organiser. Les créanciers ont aussi la possibilité d'intervenir plus tôt dans les procédures déclenchées par l'emprunteur, et de proposer des solutions de liquidation à l'avoué, lequel peut être privé et nommé sur proposition des créanciers, réunis dès le début de la procédure. Dans le même esprit, le tribunal n'a plus de jugement à formuler sur le plan de remboursement, autre que la vérification du respect du principe de stricte hiérarchie des ayants droit, lequel permet de limiter les contestations. Enfin, comme les anciennes lois américaines qui les ont inspirées, le mode de liquidation initial est des plus frustrés : la vente brute de tous les actifs. Aussi, les dernières réformes ont été l'occasion de rappeler que les modes de liquidation détaillés dans les textes de loi ne sont que des recommandations, les ventes par lots ou département étant possibles dans cette procédure, puisque le seul objectif est la maximisation de la valeur liquidative.

Paradoxalement, la véritable accélération de la contraction du crédit au Japon date de 1999, avec l'introduction des DTA (cf. Chap. IV - 2.4.1.). Les banques en profitent pour liquider leurs engagements de créanciers secondaires, puisque c'est là que les pertes sont les moins importantes et qu'il est le plus facile de stopper leur régénération (cf. Tableau 12). C'est à partir de là que le système de banque principale est explicitement remis en question. On touche au cœur de la crise. Brusquement, des grandes entreprises tombent en défaut. La coordination entre créanciers

⁴⁵⁶ Sources : Dossiers d'entreprises fournis sur le site de Teikoku Databank ; INSOL International – *Report on Japanese liquidation laws* 2004 ; Sidley Austin Brown & Wood [2004] ; Japan Times : 25/05/2004 : *The new Bankruptcy Law*.

⁴⁵⁷ *Managing Financial Distress in Japan's Business World*, JEI Report n°25, July 2nd, 1999.

⁴⁵⁸ C'est cette caractéristique, associée au fait que les créanciers n'interviennent qu'au terme de la procédure pour accepter ou refuser un plan de remboursement qui les concerne en premier lieu, et selon des règles de vote dures (majorité des votants et trois quart de l'encours), qui justifie le terme *debtor led*.

n'étant plus possible, la faillite est déclenchée, dont le coût d'exercice élevé est presque une garantie de liquidation de l'emprunteur.

Dans cette dynamique, les recapitalisations bancaires très mal conditionnées de 1998 et 1999 et les objectifs d'offre de crédit aux PME assignés aux banques par le superviseur ont véritablement eu une influence perverse qui a ralenti l'ajustement. Ils ont nourri l'espoir d'une option *put* implicite des banques principales sur le gouvernement. Les gros emprunteurs des secteurs les plus délabrés sont toujours soutenus par l'ensemble des banques. C'est seulement de l'introduction d'une procédure de restructuration moins coûteuse, la CiRL, puis, associé à des inspections de la FSA s'exerçant principalement sur les gros clients des banques, du changement des règles de notation des crédits, que date la seconde secousse (cf. Encadré 27). Leur reclassement ouvre la période des grosses faillites à partir de la fin 2000, et révèle les blocages. Dès lors, les banques vont se replier sur leurs droits théoriques et cesser de coopérer. La question du traitement des collatéraux dans les défauts mêlant créanciers *seniors* et *juniors* se posera alors en un terme nouveau pour les banques japonaises : celui du financement des procédures de redressement légal.

Conclusion à la première partie : du problème de l'accès au droit à celui de la liquidité

- On a vu que les plus gros problèmes posés au système bancaire en matière de traitement des défaillances sont ceux qui concernent les emprunteurs multi-créanciers, engagés dans l'immobilier ou ayant engagé des garanties sur ce type d'actifs, ainsi que les cas pour lesquels les dettes à court terme sont anormalement élevées dans le total des dettes. Ces caractéristiques sont celles des secteurs au cœur de la crise japonaise : les sociétés immobilières et grandes entreprises dans les secteurs traditionnellement protégés par la réglementation ou bénéficiaires des mannes de l'Etat, que sont la construction et la distribution. C'est dans les relations de crédit avec ces grandes entreprises que les ambiguïtés du Système de Banque Principale sont les plus ténues, les facteurs de myopie, d'entretien du non-dit les plus tenaces, et en fin de compte, les enjeux des restructuration les plus épais.

L'évènement symbolique, sur ce plan, est le placement du groupe de distribution *Sogo* et ses vingt-et-une filiales sous le régime de la nouvelle loi de faillite (la *Civil Rehabilitation*) en juillet 2000. Habituellement, la mise en faillite signifie la liquidation et elle est déclenchée par les créanciers. Ici, c'est le contraire et surtout, c'est la plus grosse faillite de l'histoire du Japon, avec 1,87 trillions de yens de dette (14,8 milliards d'euros) auprès de cent-cinquante créanciers institutionnels. Plus significatif encore, ce défaut est la conséquence directe d'un changement des pratiques bancaires de son créancier principal, la *Shinsei Bank*. Cette banque, anciennement *Long Term Credit Bank*, avait été nationalisée en 1998 puis vendue à un consortium d'investisseurs étrangers dominés par

le fond *Ripplewood*. Une clause de partage des pertes avec le DIC était attachée à cette cession, pour une durée de trois ans, disant que tout actif perdant plus de 20% de sa valeur au moment de la cession pouvait être rétrocédé au Gouvernement avec les pertes associées. Ceci impliquait que *Shinsei* n'allait pas fournir d'efforts pour sauver les vieux clients en grande difficulté et qu'elle allait donc abandonner les pratiques de banque principale. Quand vint la demande d'annulation de créances de *Sogo*, *Shinsei* refusa et déclassa l'entreprise, alors contrainte de recourir à la faillite légale (Milhaupt [2001 – p.21]).

- Cette première partie a complété l'analyse classique des dysfonctionnements du système de banque principale après la déréglementation financière et la bulle. Derrière l'argument général du risque moral attaché à l'insolvabilité bancaire, des mécanismes plus complexes nourrissent les comportements instables des agents économiques. Derrière les comportements économiques, il y a la manière dont est formulé le droit, et derrière encore, il y a les conditions d'exécution de ce droit, l'accès à la Justice. La macroéconomie, et même souvent l'économie bancaire, supposent ces problèmes réglés, ou annexes, de sorte que l'instabilité prend sa source, soit dans une mauvaise définition de la politique prudentielle –i.e. de la règle de paiement au niveau de la relation banques/superviseur–, soit dans une mauvaise régulation de la liquidité.

Ce qu'il en est de la politique prudentielle, on l'a vu dans le chapitre précédent. Ce qu'il en est des simplifications de la macroéconomie et de l'économie bancaire, on vient de voir qu'elles ne sont pas valables dans le cas de la crise japonaise. C'est une crise de transition de régime financier. La carence de sources légales sur lesquelles appuyer les usages du système de banque principale, compte tenu de l'accès coûteux à la saisine et à la faillite, condamnait les banques à des compromis amiables, à l'unanimité. Cela ne posait pas de problème dans le système de banque principale classique d'avant la déréglementation, parce qu'une régulation discrétionnaire de l'activité de crédit garantissait les usages bancaires, mêmes opposés au droit des contrats, la convergence des créanciers et emprunteurs vers une solution coordonnée viable était assurée. Ces usages fleurissaient à l'ombre de l'Administration. Ils sont devenus incompatibles avec la finance libéralisée où l'anonymat du marché crée une demande de normes, exige une prompt exécution du droit des contrats et des lois, bref appelle au durcissement des droits de la propriété. Dans un contexte d'insolvabilité répandue, il n'a été possible ni de réancrer les usages bancaires dans le droit, ni d'affirmer la supériorité du droit des contrats sur les usages, dans la mesure où l'institution qui permet cela, la faillite, était difficilement accessible. Dans ces conditions, mieux réguler la liquidité de l'économie où sortir les banques de l'insolvabilité n'aurait pas pu suffire, parce que la finance de marché ne peut se développer que si l'institution de la faillite est là pour faire respecter l'ordre des paiements. Dans un environnement d'insolvabilité répandue, ces blocages juridiques ont grandement contribué à propager le risque moral sur les comportements bancaires et par conséquent, à amplifier les effets de l'insolvabilité bancaire sur les pratiques de crédit.

- Après avoir vu la politique bancaire, la négociation entre la banque et l'emprunteur dans un monde sans faillite, on va s'intéresser à cette négociation dans un monde avec faillite. C'est à partir de ce moment-là que va émerger la problématique de la liquidité. On en avait peu parlé, précisément parce que la liquidation était juridiquement difficile à exécuter. Dès lors que les procédures de faillite deviennent accessibles, immédiatement se pose la question des conditions de liquidation des actifs sur les marchés. Après s'être intéressé aux conditions juridiques de la liquidation, on s'intéresse à ses conditions économiques. Après s'être intéressé à la définition juridique incertaine des rapports entre les différentes classes de créanciers, notamment à la définition incertaine des contours des garanties, on va donc s'intéresser à l'évolution de ces rapports dans la liquidité, une fois réancrés à une source légale. Cet intérêt pour la liquidité des marchés de cession vient de ce que, comme on va le voir, elle permet de réconcilier les intérêts différents de toutes les classes de créanciers. Dès lors que ce n'est pas le cas, comme au Japon, un conflit émerge entre le traitement équitable des créanciers entre eux et la valorisation maximale de l'actif de l'emprunteur. Le problème du gouvernement japonais est qu'il doit faire le premier choix et qu'il veut faire le second. Comment construire la faillite de manière à rapprocher ces antagonismes ? Comment éviter la liquidation de *Sogo* sans en rester à une restructuration cosmétique aux frais des créanciers ?

2. L'invention du *Chapter 11*... ou l'intérêt nouveau pour l'actif dans la faillite

Introduction : La faillite pendant la Grande Dépression, le Chapter 11 aujourd'hui et la crise japonaise

- Au Japon, réancrer les pratiques bancaires sur une source légale, ce qui revient à ouvrir les portes de la faillite, est une condition *sine qua non* de l'engagement des restructurations des entreprises en difficulté. Elle doit permettre aux banques de sortir de l'impasse de la renégociation des dettes à l'unanimité des créanciers. Le risque est alors de déclencher le démantèlement et la liquidation de leurs actifs pour satisfaire les demandes de remboursement immédiat des créanciers, en particulier des créanciers garantis sur des collatéraux, avec les conséquences sociales et d'économie politique redoutées par les autorités. Ce risque est d'autant plus grand que, comme on l'a vu dans le chapitre précédent, les entreprises en difficulté emblématiques de la crise japonaise ont une dette importante collatéralisée sur de l'immobilier déprécié, plusieurs créanciers aux intérêts divergents et pour corser le tout, une exploitation déficiente. Le souci des autorités est donc de trouver une procédure de faillite qui ne se borne pas à ordonner le remboursement des créanciers, mais susceptible de faire converger ces derniers sur une solution alternative de sauvetage, si une telle solution existe. Il s'agit donc à proprement parler, non plus d'une procédure de faillite, mais d'une procédure légale de restructuration, où

l'accord entre ayants droit n'intervient plus seulement sur le traitement du passif, mais sur un plan de restructuration du passif et de l'actif indissociablement. Bref, l'idée est de valoriser ce qu'on appellera plus bas la valeur de *going-concern* de l'entreprise.

- Plutôt que d'aborder immédiatement les lois de faillite au Japon, on se propose de faire un détour par l'expérience des Etats-Unis. Pourquoi ? Pour élaborer sa première réforme du droit des faillites, en 1999, le Gouvernement japonais va s'inspirer de la procédure dite du *Chapter 11* en vigueur aux Etats-Unis. Ceci pourrait être une justification suffisante pour tourner nos regards outre-Atlantique, mais ce n'est pas la principale. La grande innovation des lois de faillite de la fin du XIX^{ème} siècle est qu'elles ne se contentent plus d'assurer le remboursement ordonné des créanciers selon leur rang lors des liquidations, mais intègrent dans leur champ certaines préoccupations concernant la mise en valeur de l'actif du défaillant. Ces préoccupations sont à l'origine de ce que l'on peut considérer *a posteriori* comme la première version du *Chapter 11*, le *Receivership*. A travers cet enrichissement, la définition économique de cette institution va acquérir une dimension générale et qui, en fin de compte, est la légitimité même d'un *ordre monétaire* : permettre une allocation efficiente des facteurs de production au niveau microéconomique. Parce que son objet ne se résume plus à la gestion d'un défaut patent sur la dette, mais répond à un problème plus général d'échec de marché, d'incapacité des créanciers et emprunteurs à se coordonner sur une allocation satisfaisante des facteurs, la faillite ne doit pas porter son regard sur le passif seulement mais doit englober tout le bilan. On arrive ainsi à la perception de la faillite du chapitre précédent (cf. Chap. IV - 1.1.1.), le *common pool* obligatoire (Jackson [1986]) comme une forme alternative de coordination à l'échange décentralisé, où l'échange centralisé sur la base d'un accord préalable devient possible car organisé par une loi qui à la fois lève la contrainte de l'unanimité pour son adoption et préserve le rang de priorité des créanciers. Cette perception ne sera pleinement intégrée qu'à la fin des années soixante-dix et le *Chapter 11* de 1978, dont l'originalité est de chercher à préserver la valeur de *going concern* de l'entreprise, sera véritablement l'expression de cette nouvelle approche. On pourra alors seulement véritablement observer à quel point les institutions de la faillite et de la liquidité sont complémentaires, en analysant les effets de la liquidité dans la faillite. Avant cela, le détour historique par le *Receivership* a ceci de pertinent pour l'objet qui nous préoccupe, qu'il montre qu'aux Etats-Unis, l'entrée de l'actif dans l'orbite de la faillite émerge à travers les problèmes particuliers posés par la gestion des gros défauts. Des entreprises dont les caractéristiques sont proches des défauts emblématiques de la crise japonaise –exploitation dégradée, gouvernance opaque et dette massive, dispersée et garantie sur des collatéraux immobiliers–, doivent être gérées malgré l'absence de procédure de faillite adaptée. L'organisation financière qui se substitue à la faillite y parvient en assurant la liquidité du cadre amiable. C'est la liquidité sans la faillite. Comme le Système de Banque Principale japonais. Et comme ce dernier, elle atteindra ses limites avec l'insolvabilité de masse dans la dépression. Le

débat sur la codification de cette procédure dont la caractéristique nouvelle est de chercher à préserver l'actif se posera alors dans des termes remarquablement proches des préoccupations des autorités japonaises depuis le choc bancaire de 1997-98 : trouver un cadre de faillite valorisant autant que possible le projet d'entreprise pour éviter son démantèlement. Réinvestir le champ du *Chapter 11*, de son invention (la liquidité hors la faillite) à aujourd'hui (la liquidité dans la faillite), éclaire sur les effets que l'on peut attendre de l'ouverture des portes de la faillite aux entreprises pour qui elles étaient fermées : de l'implantation au Japon : jusqu'où la faillite, et en particulier jusqu'où une procédure légale de ce type peut traiter un défaut sans démantèlement ? Il constitue un parallèle remarquable avec la discussion de la première partie de ce chapitre, parce qu'il pose clairement la contradiction entre la logique de préservation des actifs dans l'entreprise en cas de défaut –préoccupation étrangère à la faillite–, et la nécessité de fournir une source légale aux procédures créées pour organiser cette protection, et qui consiste en premier lieu à rendre possible l'expropriation. Mais il l'enrichit parce que le point de départ n'est pas le même que celui du Japon. Il ne s'agit pas de retrouver une cohérence dans l'ordre monétaire, perdue dans la déréglementation financière, mais d'adapter les lois de faillite à l'émergence des grandes entreprises, dans un environnement où la règle de paiement est très dure. Cette différence permet de dissocier les problématiques de la loi de faillite et de la norme de solvabilité. En s'extrayant de l'environnement d'aléa moral généralisé qui caractérise le Japon pour s'insérer dans un environnement plus 'normatif', on peut dépasser le constat de *la faillite impossible* de la première partie du chapitre, pour entrer dans le champ de la construction des procédures légales. Comment ces constructions peuvent-elles améliorer la coordination entre ayants droit ?

- *Le premier* (2.1.) est consacré au débat sur la restructuration légale des grandes entreprises au cours de la Grande Dépression. A la différence du cas japonais contemporain, la réforme du droit des faillites n'est pas alors un enjeu central de la sortie de crise. Les banques, recapitalisées à partir de 1933 sont sous la pression très forte de leur tutelle et actionnaire, la RFC. En outre, elles sont bien protégées par la loi, ce qui leur assure de bons taux de remboursement⁴⁵⁹. Néanmoins, un champ des lois de faillite fait l'objet d'un vif débat, celui consacré au traitement des grandes entreprises tombant en défaut et tout particulièrement, aux sociétés de chemin de fer. Aux Etats-Unis, c'est à travers la problématique particulière des gros défauts que la valorisation de l'actif entrera dans le champ de la faillite. Deux préoccupations dominent alors : l'importance économique de l'activité de certaines grandes entreprises, que les autorités veulent protéger en les excluant du champ de la faillite, et les coûts élevés de coordination d'ayants droit nombreux, éparpillés et hétérogènes pour engager la procédure, problèmes auxquels ne peuvent pas répondre les lois existantes, faites pour les petits défauts. Ces deux préoccupations expliquent pourquoi les gros défauts ne disposaient pas de loi de faillite jusque 1934. Mais comme elles introduisent un souci nouveau dans la gestion des défauts, la préservation de l'actif, elles amènent une problématique nouvelle, la liquidité de la procédure, son corollaire. L'histoire racontée ici est donc celle d'une procédure de faillite non-légale, le *Receivership* conçue par les avocats de la *common law* pour répondre à la problématique de l'actif posée par les gros

⁴⁵⁹ Les banques sont en règle générale bien protégées. Elles prêtent beaucoup sur garanties et celles-ci sont inviolables à l'époque. En outre, les banques ont le droit de saisir les dépôts des créanciers hors toute procédure, et ces pratiques d'appropriation sont maintenues hors du champ des transferts pré-faillite susceptibles d'être rétroversés aux défaillants. Le *Chandler Act* de 1938 ne parviendra pas à faire tomber ce privilège des banques.

défauts. Ce n'est pas encore une analyse des mécanismes d'incitation à l'intérieur de la faillite et de leur lien avec la liquidité, qui sera l'histoire du *Chapter 11* et des lois de faillite japonaise après 1999, mais une histoire plus proche de celle racontée dans la première partie du chapitre : celle de la difficulté à coordonner les ayants droit sans la faillite, même quand l'environnement est liquide, l'histoire du lien entre la codification de la faillite, la liquidité et la solvabilité. Comme le SBP au Japon, l'insolvabilité de masse montrera les limites de ces procédures non-légales et contraindra les autorités à rendre la faillite possible en 1934 pour les emprunteurs jusqu'alors protégés. Comme au Japon, cette réactivation de la faillite va immédiatement poser un second problème, celui de la liquidité des marchés d'actifs, et de ce qu'on peut en attendre pour résoudre les problèmes de coordination entre ayants droit.

Le *Receivership* et sa réforme décrit aussi des prémices du *DIP system* qui fera le succès du *Chapter 11 (Debtor in Possession)*, où la préoccupation de l'actif conduit à accroître le rôle de l'administrateur de la faillite et à y associer un dispositif juridique particulier pour assurer son financement. L'ironie de l'histoire veut que l'émergence de ces innovations n'était pas motivée par le besoin de valoriser le *going concern* dans la faillite, mais par la nécessité de substituer à la faillite impossible une organisation financière privée capable de gérer le temps dans la résolution amiable d'un défaut en y apportant de la liquidité. Sa paralysie dans la dépression, même après sa codification partielle et une tentative de mise sous tutelle de l'administration, montre, comme l'histoire du SBP au Japon, qu'aucune organisation contractuelle ne peut se substituer à la faillite légale et que la liquidité ne répond pas à tous les problèmes de coordination et plus précisément, de circulation de l'information. L'histoire de la codification du *receivership* réaffirme aussi que la préservation des actifs n'est pas un point de départ acceptable pour la faillite. Son point de départ est l'équité, l'ordre des paiements, et c'est parce qu'économiquement, il s'exprime sous la forme de jeux de coordination, que le traitement de l'actif est indissociable de celui du passif et plus précisément, que le non démantèlement d'un emprunteur ne dépend pas de sa taille mais de sa valeur de *going-concern*. C'est ce que l'on redécouvrira douloureusement au Japon après la première réforme des faillites de 1999, et aux Etats-Unis vingt ans plus tôt, quand les innovations du *Receivership*, qui résultaient de l'intérêt nouveau porté à l'actif, seront intégrées à une procédure cette fois-ci codifiée dans la loi, le *Chapter 11*... dédiée aux petits défauts.

La *seconde section (2.2)* s'intéresse au succès de *Chapter 11* depuis sa réintroduction en 1978. Le thème dominant est celui de la liquidité. Tirant les leçons des années trente, cette réintroduction part d'un principe opposé : préserver des entreprises importantes pour l'économie est une préoccupation d'ordre macroéconomique étrangère à l'institution de microéconomique de la faillite, de sorte qu'une loi de faillite ne peut justifier le souci de valoriser le *going concern* d'une entreprise que si celle-ci est de petite taille, parce qu'il s'agit alors de reconnaître les problèmes d'agence spécifiques aux PME. On sait donc d'emblée que les capacités de cette procédure à valoriser l'actif, procédure qui va servir de modèle à la *Civil Rehabilitation Law (CiRL)* japonaise introduite en 2000, ne peuvent pas répondre aux espoirs de restructuration sans démantèlement des grandes entreprises japonaises en crise. Il faudra se résigner au démantèlement ou trouver autre chose – ce sera l'IRCJ – L'autre leçon tirée de l'histoire est qu'avant tout, la faillite doit être perçue comme une procédure d'échange centralisée avec mise en commun de l'information et où, par conséquent, l'information sur et dans la faillite est cruciale pour son efficacité. Or depuis le développement de la finance de marché aux Etats-Unis, cette procédure rencontre un succès réel dans l'organisation des défauts de grandes entreprises. Cela vient de la capacité de la liquidité à imposer aux agents la révélation immédiate de ce qu'ils savent de la situation. Il s'agira de comprendre comment la liquidité financière a changé la nature de cette procédure et en particulier, a permis de concilier à un degré élevé les deux principes conflictuels qui structurent l'analyse d'une procédure de faillite : l'équité absolue des ayants droits et l'efficacité, au sens de la valorisation du *going concern*. On retrouvera à cette occasion le *DIP system*, dont on avait perçu les prémices à travers le *Receivership*, et qui à l'époque, s'était avéré très insatisfaisant. Derrière cela, on recherche des indications sur les aménagements à réaliser pour adapter une telle procédure à un environnement japonais caractérisé par l'absence de marchés liquides de cession d'actifs, par un modèle de gouvernance des entreprises opaque et par un aléa moral sur l'offre bancaire.

Tableau 13 – Synoptique des procédures de redressement légales au Japon et aux Etats-Unis

	Etats-Unis			Japon			
	Receivership (1898-1938)	Chapter X (1938)	Chapter 11 (1978 révisée 1994)	CAPL	CiRL	CoRL	
						Version initiale	Effective 04/2003
Population visée	PME implicitement <i>Am. 77 & 77B : chemins de fer+GE</i>	PME exclues	/	PME implicite	PME implicite	GE par action PME exclues	Entreprises par action, GE implicite
Critère d'admission de la requête par le juge		Insolvabilité patente	Argument <i>common pool</i>	Insolvabilité patente Présente un 1 ^{er} plan	Argument <i>common pool</i>	Insolvabilité patente	Argument <i>common pool</i>
Implication du tribunal	Oversight <i>Am. 77 : tribunal impliqué & juge le contenu du plan</i>	In-court	Oversight	In-court	Oversight	In-court	Oversight
Critères de validation du plan par le juge		Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure	Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure	Pérennité de l'entreprise & stricte équité	Respect de la procédure Pérennité de l'entrep.
Délais explicite d'ouverture de la procédure après dépôt de requête ?	Non : accord du tribunal	Immédiat mais infirmable ex-post si refus du tribunal	Immédiat, validé ex-post	Non : accord du tribunal (~5 mois effectif)	Immédiat Validé ex-post de 2-5 semaines	Immédiat mais infirmable ex-post si refus du tribunal (~5 mois/1 an effectif)	Non : accord du tribunal Pas d' <i>automatic stay</i>
Durée max. de supervision après vote	Absence de supervision	Pas de plafond prévu		Pas de plafond prévu	Spécifiée 3 ans	Spécifiée 15 ans (eff. 10-15 ans)	Quand plan financier réalisé aux 2/3
DIP system ?	Non en théorie. Oui en pratique, sans transparence	Non	Oui	Non	Oui	Non	Trustee
Traitement des dirigeants	Trustee en théorie Maintien <i>de facto</i> <i>Amend. 77B : Trustee plus nécessaire</i>	Eviction	Maintien <i>Trustee possible : Cram down provision</i>	Maintien	Maintien + <i>supervising commissioner</i> nommé par le juge surveille la prod & exéc. du plan CoRL si son éviction conditionne l'accord	Eviction systématique	Au mieux, statut reformulé en trustee ou adjoint du trustee / exclusion de principe
Rédacteur du plan (et remplaçant du dirigeant si exclu)	En théorie : trustee, du syndicat des créanciers En réalité, le receiver, avec le dirigeant	Admin. indép. nommé par le juge (<i>referee</i> souvent) Exclusivité : créanciers écartés	Dirigeant Créanciers écartés mais période d'exclusivité limitée	Dirigeant sous seul contrôle du juge Exclusivité sans terme mais poss. de passage à la CoRL	Dirigeant sans exclusivité Pas contraint à la stricte indépendance face aux créanciers	Administrateur judiciaire indépendant nommé par le juge	<i>Trustee</i> en principe mais pas d'exclusivité Mais dirigeant peut devenir trustee ou deputy trustee

	Receivership	Chapter X	Chapter 11	CAPL	CiRL	CoRL initiale	CoRL 04/2003
Délais explicite de négociation ?	Non		Rédaction : 4 mois, extensible pour gros défaut. Puis dirigeant perd l'exclusivité	Non	Oui 6 mois (3 rédaction / 3 négociation)	Non (25 mois effectifs avant jugement)	1 an
Restriction des pouvoirs de l'administrateur provisoire sur les actifs ?	<i>Receiver</i> sans pouvoir de gestion mais <i>de facto</i> restructure. Am. 77B : receiver plus néc.	Non	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure	Engagement de la restruct. après vote du plan	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure	Oui : capital fixe prod exclu	Non, engagement de la restruct. dès l'ouverture de la procédure
Application de la règle de hiérarchie des ayants droits :	Souple	Stricte	Souple	Souple	Souple	Stricte	Intermédiaire / vers <i>trustee</i>
(1) Traitement des droits des actionnaires (Réduction préalable de capital)	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Discrétionnaire	Réduction de 100% en principe	Réduction de 100% recommandée (recommande la discrimination)
(2) Ordre de priorité des créances ciales & DIP finance	Dette émise par le receiver = priorité absolue, même sur les nantissements	= common benefit	DIP finance = super-priorité Créances ciales = haute priorité > découverts	Incertain Selon avis du juge créances ciales = classique/ <i>common benefit</i>	DIP finance = Créances ciales = common benefit = découvert	Incertain Selon avis du juge créances ciales = classique/ <i>common benefit</i>	DIP finance = Créances ciales = dernières common benefit = découvert
(3) Traitement des créanciers nantis	Exclus de la procédure Solidarisés dans Am. 77 & 77B	Exclus de la proc.	Exclus de principe mais sursis de l'exécution Inclues si intégrées au plan	Exclus de la proc. + maintien de l'exécution	Exclus de la proc. + exécution suspendue sur demande de l'entreprise	Solidarité dans la suspension des droits Mais respect de la règle d'absolue priorité en principe	Solidarité totale de tous les créanciers
(4) Règle d'accord des créanciers : règles de majorité et assiette du vote	2/3 de l'encours Am. 77 : Unanimité des comités Am. 77B : 2/3 des créanciers réunis		50% des votants 2/3 de l'encours + comités impliqués unanimes	100% des créanciers et des encours. + comités unanimes	50% des présents & des encours + comités unanimes	MQ par comité + comités unanimes <u>Classiques</u> : 2/3 des inscrits 3/4 de l'encours ; <u>Nantis</u> : si report des droits : 3/4 ; si réduction : 4/5	MQ par comité + comités unanimes <u>Classiques</u> : 50% ; <u>Nantis</u> : Si report des droits : 2/3 ; Si réduction : 3/4
Existence d'une procédure de déblocage de (3)+(4) ?	- Eviction <i>de facto</i> des créanciers minor. - Am. 77/77B : maj. qualifiée des 2/3 sur dettes nanties		- Oui pour le blocage par un des comités de créanciers : <i>Cram down provision</i>		- Oui : paiement monét des garanties à <i>fair value</i> contre leur extinction - Passage à la <i>CoRL</i>	Non	- Oui : paiement monét des garanties à <i>fair value</i> contre leur extinction

2.1. L'entrée de l'actif dans l'orbite de la faillite par la gestion des gros défauts dans la Grande Dépression : codification du *Receivership* & prémices ratés du *DIP system*⁴⁶⁰

- La discussion sur la gestion des gros défauts pendant les années trente est organisée en quatre temps. Après un cadrage de la situation américaine par rapport à celle du Japon aujourd'hui, sur l'accès à la faillite et sur la norme de solvabilité, et qui permettra de placer le cadre juridique du conflit entre créanciers *seniors* et *juniors* (2.1.1.), on présente la procédure du *Receivership*, élaborée par les avocats de la *common law* pour gérer les gros défauts en dehors de la faillite (2.1.2.). Elle répond aux problèmes particuliers posés par la taille des entreprises et dans le cas des chemins de fer, par l'interdiction du démantèlement, en inventant un dispositif proche de celui du *debtor-in-possession*. On aborde ensuite le volet financier de ce dispositif, qui en est inséparable (2.1.3.). Il s'agira alors de voir jusqu'où cette procédure, c'est-à-dire la liquidité sans la faillite, peut résoudre les problèmes de coordination entre ayants droit, en particulier quand la dette collatéralisée est importante. On montre enfin que les réformes de 1934 n'étaient pas satisfaisantes pour dépasser ces problèmes, pour deux raisons, l'illiquidité de l'économie, mais aussi plus en amont, des mécanismes d'incitation nouveaux assis sur une codification partielle de la publicité de la faillite (2.1.4.). On proposera alors un parallèle entre ces mécanismes et la création de l'*IRCJ* en 2003 au Japon.
- L'Encadré 25 ci-dessous présente les règles d'ordonnement et objectifs fondamentaux de la faillite. Comme il permet de comprendre ce qu'il y a pratiquement derrière la notion de source légale de la procédure, on en recommande la lecture avant de s'engager dans le chapitre.

Encadré 25 – Quelques points de repère sur l'ordonnement de la faillite : temps, objectifs et enjeux

- La loi de faillite organise la procédure en **trois temps**. (1) Le premier est celui de la socialisation des droits des créanciers. Au sens premier, historique et théorique, la faillite a pour objectif de coordonner les créanciers en identifiant leur intérêt privé à une solution collective (Sgard [2000]). Juridiquement, le contrôle des actifs est transféré de l'emprunteur à la collectivité des créanciers, réunis en comité⁴⁶¹. Même si son degré d'initiative varie selon les procédures, c'est cette identité collective qui décidera *in fine* du plan de solution au défaut. La loi dit ainsi que la défaillance privée remet en question le principe de la propriété privée... mais aussi les droits individuels des créanciers. Relevons d'une part qu'au début de la procédure, c'est le contrôle et non la propriété des actifs qui est transféré. D'autre part, c'est précisément parce qu'il y a cette rupture dans la continuité des contrats individuels que la faillite doit nécessairement prendre la forme d'un acte judiciaire, opéré par un tribunal. (2) Le deuxième temps, concomitant du dessaisissement, est celui du dépôt du bilan. C'est le temps de l'inventaire, la base sur laquelle va être élaboré un plan de liquidation des actifs et de répartition de leur contrepartie monétaire suivant les droits des différents créanciers redéfinis dans le cadre de la procédure⁴⁶². Comme la faillite implique nécessairement la remise

⁴⁶⁰ Les éléments techniques et historiques sur les procédures de faillite qui sont fournis plus bas s'inspirent de Tabb [1995] et surtout de Skeel [2001], le seul ouvrage sur l'histoire de la faillite aux Etats-Unis qui soit aussi complet. Les autres sources utilisées sont précisées dans le corps de cette section.

⁴⁶¹ On distingue quatre grandes classes de créanciers : les nantis, les créanciers non-nantis prioritaires, qui incluent les dettes d'exploitation et, selon les législations, les créances commerciales, puis les créances classiques, qui peuvent inclure des dettes aux termes très hétérogènes, allant des titres obligataires aux découverts bancaires. Cette hiérarchie souffre de nombreuses variantes selon les pays et les époques.

⁴⁶² Jackson [1986] oppose la 'valeur absolue' des droits des créanciers, antérieure à la faillite, à leur 'valeur relative' définie dans le cadre de la faillite. Ces valeurs sont les mêmes si la liquidation des actifs apporte assez de recettes

des actifs sur le marché, d'une manière ou d'une autre, le plan de résolution est établi en fonction des opportunités de remplacement des actifs dans les échanges : elle est aussi un instrument de réallocation des actifs dans l'économie. L'adoption du plan par les ayants droit, suivant les règles de vote prévues par la loi, permet de passer (3) au troisième temps de la faillite, celui de l'expropriation légale et de la restitution de la propriété privée des créanciers. Le juge prend acte de l'échec des actionnaires et signe la remise des actifs sur le marché, les pertes en capital réparties et absorbées dans les bilans des créanciers concernés, le plan engagé et *in fine*, le tribunal prononce l'annulation des dettes résiduelles, voire la dissolution de la personne juridique.

- A travers cette description, on relève qu'une procédure de faillite a pour objectif la conclusion d'un plan de liquidation des droits des créanciers, et qui peut être un plan de redressement en interne, mais qui doit respecter **trois objectifs** (Hart 2000]. (1) Le premier est que *ceteris paribus* une bonne procédure doit garantir un résultat *ex-post* efficient, maximisant la valeur totale des actifs disponibles pour l'entreprise, les créanciers et si possible, les autres intéressés, comme par exemple les salariés. Une procédure peut ainsi être améliorée s'il est possible d'accroître la valeur des dettes... sous réserve que chaque groupe d'ayant droit perçoit une part adéquate de cette valeur (2) D'où le deuxième objectif : de même qu'un défaut de coordination dans le marché peut s'analyser comme un problème d'asymétrie informationnelle, la problématique de la faillite peut se concevoir comme un rapport d'*insiders/outsiders*. Les dirigeants et actionnaires doivent donc être toujours sanctionnés pour manquement à leurs contrats de dette au titre d'*insiders*, de manière à décourager l'incitation à ne pas rembourser ses dettes, à dissimuler l'information et à tendre excessivement les trésoreries⁴⁶³. Il s'agit ici de renforcer l'efficacité *ex-ante* de la loi de faillite. (3) Enfin le troisième objectif est le principe d'équité : une bonne procédure garantit la priorité absolue des créanciers sur les actionnaires, et des créances nanties sur les créances classiques. Tandis que le deuxième objectif disait que dès qu'il y a faillite, il doit y avoir sanction des *insiders*, même si la valeur à terme de l'entreprise est supérieure, l'idée ici est de réduire autant que possible la discontinuité entre les contrats privés et la résolution collective du défaut –dans le jargon théorique : minimiser la création de droits nouveaux– afin de minimiser l'impact de ces procédures collectives sur les comportements individuels dans le marché, toute création de droits nouveaux étant source de comportements opportunistes *ex-ante*. Une partie de la valeur des actifs peut toutefois être réservée aux actionnaires, afin d'éviter les stratégies de quitte ou double par un emprunteur quand sa solvabilité se détériore. Ce principe peut assurer un rendement minimum aux créanciers pour les inciter à prêter et surtout, implique que les états de faillite ne sont pas traités fondamentalement différemment des états normaux du marché.

- L'efficacité dynamique des lois de faillite revient à maximiser la valeur des créances sous contrainte de minimisation de la production de nouveaux droits. Les procédures prévoient des clés d'arbitrage entre les principes d'équité et d'efficacité différentes d'un pays à l'autre. La diversité des méthodes et le foisonnement des textes rendent les exercices de comparaison difficiles. On peut néanmoins mettre en évidence une série d'enjeux centraux qui permettent de dessiner les propriétés des lois et de les catégoriser. (i) Qui conduit la procédure ? Et (ii) qu'advient-il de l'entreprise pendant le deuxième temps de la faillite ? Si elle est sortie du marché, la valeur de ses actifs peut se déprécier fortement. Si elle est maintenue, qui nomme et qui est son dirigeant pendant ce temps et quels pouvoirs de gestion a-t-il ? Un administrateur provisoire nommé par un juge peut mal connaître les besoins de la firme. Si elle est dirigée par les anciens dirigeants, ou par un représentant de créanciers dont les intérêts diffèrent trop des intérêts des autres créanciers, l'information à la disposition des *insiders* peut être détournée et leur capacité d'action peuvent être utilisées à des fins opportunistes, au détriment de l'intérêt de la collectivité des créanciers. Comme la faillite décrit une nouvelle relation principal/agent, la *gouvernance* des actifs de l'entreprise est un enjeu crucial de la procédure, qui conditionne son attrait *ex-ante* –attirer à la faillite légale avant la catastrophe– et *ex-post* –l'adoption d'un plan viable sur le moyen terme sans aléa moral–. (iii) Comment sont établies les règles de majorité dans le vote ? Cette question influence évidemment de manière cruciale les capacités de coordination sur un plan de faillite, sur la capacité d'une procédure de faillite à aboutir. Elle en inclut une autre qui, comme on l'a déjà pressentie, sera particulièrement importante pour le Japon : (iv) comment est

pour couvrir 100% des dettes. Dans l'alternative, ces deux valeurs peuvent correspondre pour les créanciers protégés contre la procédure et si les recettes couvrent au moins la valeur absolue de ces créances.

⁴⁶³ Comme la faillite peut être utilisée pour résoudre une crise de liquidité, l'abus qui peut en être fait par les dirigeants et actionnaires pour économiser la trésorerie doit être sanctionné, même si à terme la valeur de l'entreprise est supérieure aux dettes.

traîtée la diversité des classes de créanciers et en particulier, comment sont traités les créanciers *seniors* ? Leurs intérêts au moment de la faillite sont différents de ceux des *juniors* et peuvent exercer des moyens de pression important sur ces derniers pour obtenir un meilleur traitement. Selon qu'ils sont ou non solidarisés dans la procédure, leur rapport de force avec les autres ayants droit influence l'équilibre entre les principes d'équité et d'efficacité. Ceci amène alors une dernière question qui est celle du financement de la procédure de faillite (v) : comment est financé le fonctionnement de la faillite ? Outre le financement du fonds de roulement, pour qu'une négociation de redressement aboutisse, il est souvent nécessaire de liquider les droits de nantissement. Ces questions sont peu ou prou celles qui organisent le Tableau 13. On s'y référera régulièrement dans la suite du chapitre.

2.1.1. L'absence de source légale de la faillite pour les gros défauts aux Etats-Unis avant 1934 : pourquoi n'a-t-elle pas ici les mêmes conséquences qu'au Japon ?

- Cette courte section permet de situer cette problématique par rapport à celle du Japon : une norme de solvabilité relâchée et un accès général coûteux à la faillite chez ce dernier, contre une règle de paiement dure et un accès sélectif aux Etats-Unis. Cette différence implique un accès asymétrique à la justice entre créanciers *juniors/seniors* qui n'existait pas au Japon, et qui est une raison pour lesquels les risques moraux dans la gestion des défauts sans faillite, dans ce dernier cas, ne se posent pas exactement de la même manière au Japon. L'intérêt pour la suite est de montrer que derrière des intérêts divergents entre les deux classes de créanciers, qui vont introduire le problème de liquidité de la procédure, il y a des statuts juridiques différents entre eux. Ce sont ces statuts différents, avant la problématique de la liquidité, qui seront à la source des dysfonctionnements du receivership.
- Avant 1933, il n'existe pas de loi de faillite conçue pour les grandes entreprises. Les sociétés de chemins de fer, dont l'activité est perçue comme stratégique pour les économies régionales, sont même explicitement exclues du *Bankruptcy Act*, de 1898, le code fédéral, par les lois d'Etat. Comme à cette époque, on voit dans la faillite un moyen de traiter le passif uniquement, pour des sociétés de grande taille, y recourir signifie l'éviction de l'actionnaire, et le démantèlement par la liquidation des garanties. On se retrouve donc dans une situation proche de celle du Japon avant 2000, quoique plus tranchée encore, puisqu'alors la faillite n'était pas interdite mais avait un coût d'usage élevé. Cette absence de source légale dans le droit des contrats appliqué à ces sociétés a les mêmes implications que dans le cas japonais : pour traiter un défaut, il faut l'adhésion unanime des ayants droit, ce qui limite les capacités de traitement de l'emprunteur, ou plus explicitement ne l'autorise qu'en cas d'accident de paiement tout à fait exceptionnel. Au Japon, ce problème de coordination a été un canal de propagation très puissant de l'aléa moral sur le crédit. Il a tout simplement conduit à ne pas reconnaître les défauts et par là, à propager l'instabilité dans les comportements privés. Dans le cas américain, on n'en est jamais arrivé à empêcher le défaut, pour trois raisons.

(i) A la différence du cas japonais, la règle de paiement appliquée aux banques est maintenue. S'il y a risque moral, il est localisé sur les gros emprunteurs, tandis qu'il ne peut concerner les banques, ou plus précisément, elles doivent se protéger contre ce risque. Mais sans

assise juridique, les prêts aux gros emprunteurs devraient s'épuiser. Cela ne s'est pas produit parce qu'en règle général, les banques engagées sur ces emprunteurs détiennent soit des créances *juniors*, mais ce sont alors des prêts de trésorerie protégés par des prérogatives particulières sur les actifs des défaillants (cf. note 459), soit des créances *seniors* dont les droits sont reconnus en tribunal et maintenus car exclus du cadre de la faillite. D'où le point (ii) :

(ii) Le traitement des créanciers *seniors* est radicalement différent de celui du Japon. Alors qu'au Japon, à la reconnaissance de leurs droits s'opposait une exécution coûteuse dissuadant de l'exercice des saisines, dans le cas présent, la saisine est soit d'emblée interdite mais reconnue comme telle par les tribunaux –sociétés de chemins de fer–, soit possible et effectivement réalisable immédiatement pour les autres grandes entreprises. Dit autrement, dans le cas japonais, les créanciers *juniors* et *seniors* avaient un accès à la justice également restreint, ce qui impliquait que tous deux étaient dans une position juridique aussi inconfortable lors des négociations amiables et donc également sensibles au risque moral, tandis que dans le cas présent, les usages concernant les collatéraux ne peuvent pas s'éloigner du droit des contrats, où plus précisément, offrir moins de garanties, parce qu'ils sont affirmés.

(iii) L'explication (ii) ne suffit pas car si la liquidation des garanties implique la faillite légale, comme c'est souvent le cas, l'exercice des garanties devient impossible. Malgré l'interdiction de la faillite et donc l'absence de source légale protégeant le droit des contrats, les garanties distribuées par les grandes entreprises sont toujours réputées valables et elles continuent de recevoir des financements *juniors* et *seniors* parce que les avocats d'affaire de *Wall Street* ont élaboré une procédure de traitement des défauts qui (1) maintient strictement les créanciers *seniors* dans leurs droits, en leur accordant un traitement privilégié, (2) donne l'apparence d'une garantie de traitement équitable des actionnaires et des contrats *juniors* et, parce qu'entrée progressivement dans la jurisprudence, (3) permet un montage financier assurant la liquidité de la procédure, c'est-à-dire une compensation financière contre abandon des garanties par leurs détenteurs. Ce dernier point, que l'on désignera plus bas sous le terme de *DIP system* dans le *Chapter 11*, montre que dès que la faillite ne débouche pas systématiquement sur la liquidation de l'emprunteur défaillant, dès qu'on s'intéresse à l'actif, se pose le problème de la liquidité de la procédure. On va y revenir.

● Pour l'instant, relevons que pour aborder le *Receivership*, il faut distinguer deux problématiques : celle de son manque d'assise juridique –impliquant que le traitement équitable entre ayants droit n'est pas garanti–, et celle de la liquidité de la procédure. On voit à présent que si les distorsions de la règle d'équité rendent possible son financement, donc le traitement du défaut sur la dette, un tel arrangement devient impossible dès lors que la solvabilité de l'emprunteur est trop

détériorée, parce que les conditions d'octroi de liquidité impliquent une extension du risque moral, qui devient alors inadmissible. Comme dans le cas du Japon de tout à l'heure, l'insolvabilité de masse va exiger la réaffirmation du droit des contrats, laquelle ne peut passer que par l'exercice effectif de la faillite. On va maintenant s'intéresser à la première problématique de la source légale, où vont interagir deux anomalies : d'un côté l'accès asymétrique des créanciers à la Justice, de l'autre la possibilité de collusions entre acteurs pour la maîtrise de l'information dans la conduite de la procédure. Ces deux leviers expliqueront ensuite pourquoi et jusqu'à quel point cet arrangement pouvait être financé et donc survivre.

2.1.2. L'extension non contrôlée des pouvoirs de l'administrateur dans le *Receivership*, conséquence de l'entrée des actifs dans l'orbite de la faillite

- Le substitut à la faillite légale élaboré par les milieux d'affaire de *Wall Street* s'inspire de la procédure de l'*Equity Receivership* du code fédéral de la faillite de 1898. Elle avait été conçue pour les petites entreprises locales, mais hors les sociétés de chemins de fer, qui en étaient explicitement exclues⁴⁶⁴, on pouvait légalement y recourir pour gérer de gros défauts. Dans ce cas, cependant, elle posait des difficultés d'application, parce qu'elle ne prévoyait pas les difficultés associées à la gestion d'un défaut intervenant dans plusieurs Etats, soumise à des législations locales très différentes en matière de saisine, de hiérarchie d'ayant droit, de statut et périmètre d'action du *receiver* et du juge, etc., et où l'actionnariat et une dette dispersés, en particulier l'existence d'une dette obligataire, posent des problèmes particuliers de réunion des droits, d'organisation des votes, bref imposent un temps et donc un coût de coordination élevés. Quand la faillite légale est possible, elle est coûteuse, comme au Japon. Ces problèmes particuliers aux gros défauts avaient conduit les milieux de *Wall Street* à adapter et enrichir la procédure légale de 1898 au point d'en changer la nature. Cette nouvelle procédure de *Receivership* reposait sur une source légale écrite incertaine parce qu'elle transigeait sur des problématiques non prévues par la loi de 1898 et en s'appuyant sur une jurisprudence éclatée entre Etats, souvent contradictoire d'un Etat à l'autre, et sur des arbitrages de législation qui, pour résoudre des problèmes comme celui du réalisme de la faillite quand elle se déroule sur une période trop longue, pouvaient aussi apparaître comme des détournements de législation. Au niveau fédéral, elle n'était donc fondée que sur des usages reconnus dans la jurisprudence, mais sans socle juridique commun sur la base duquel interpréter le droit, donc sans source légale. Sans codification de la procédure, en particulier sur sa publicité et sa transparence, l'équité entre ayants droit n'est pas garantie le

⁴⁶⁴ Plus exactement, c'est la jurisprudence des Etats qui, interprétant le *Bankruptcy Act* de 1898, était unanime pour reconnaître que ces sociétés ne devaient pas être autorisées à faire faillite et disparaître.

respect des trois temps qui organisent la faillite (transfert des actifs, réunion des créanciers, vote du plan) n'est pas garanti. ***L'absence de source légale génère ainsi deux séries d'anomalies.***

• ***La première est une asymétrie dans l'accès au droit entre les créanciers juniors et seniors.*** Les créanciers *juniors* ne sont protégés par rien, parce que si l'interdiction de la faillite impose l'unanimité des ayants droit, elle interdit aussi à ces derniers tout recours juridique, la mise en faillite étant par définition la traduction légale du droit des contrats. Le défaut éventuel d'un emprunteur s'apparente alors à une suspension *ad vitam* des droits *juniors*. Il peut déboucher sur un gel possible ou la confiscation systématique des actifs liquides par le tribunal pour contraindre au paiement en dehors de la faillite. Mais cette ponction de liquidité dégrade la valeur de l'emprunteur, dont les créanciers *juniors* seraient les premières victimes parce que derniers dans la hiérarchie des remboursements. Surtout, elle a toutes les chances de provoquer un défaut sur les dettes *seniors*, qui rendrait alors inévitable le recours à une solution de faillite 'ou assimilée'. Or les *seniors* peuvent déclencher la saisine en cas de défaut sur leur dette, puisque ces droits sont hors du champ de la faillite et donc peuvent être reconnus. Dès lors qu'elles impliquent le démantèlement de l'entreprise et que cette éventualité est rejetée dans le droit, *de facto*, la reconnaissance juridique asymétrique implique que non seulement le gel des actifs de l'emprunteur et la ponction sur sa liquidité doivent servir les créanciers *seniors* en premier et jusqu'à extinction de leurs droits, mais aussi et surtout que ces derniers disposent totalement de l'entreprise. Bref, tant que le démantèlement est exclu, les *juniors* ont tout à craindre de la procédure et de son allongement et les *seniors* rien. Insistons à ce stade sur le fait que cette reconnaissance asymétrique des droits n'implique pas un traitement inéquitable systématique entre créanciers, mais que cette question n'est tout simplement pas posée formellement. ***La résolution du défaut ne garantissant pas l'équité ; elle va se faire sans coordination formelle.*** D'où la seconde série d'anomalies :

• ***Le second problème est l'absence de codification de l'organisation de la publicité dans et de l'information sur la faillite.*** Cette institution est un instrument de recoordination entre les ayants droit, et où l'échange est réalisé simultanément pour tous après centralisation de l'information. Si la diffusion préalable de l'information n'est pas assurée, les trois temps de la faillite ne sont pas réellement respectés, et celui qui maîtrise l'information sera mieux traité dans le plan de résolution, quel que soit son rang et pour peu qu'elle lui permette d'accéder à la liquidité. Dans le *Receivership*, ce problème informationnel permet un jeu de collusion au cœur duquel se trouve celui que la procédure appelle le *receiver* et qui va lui permettre de jouer un rôle plus important que celui originellement assigné par le Code de faillite. Expliquons.

Le *Receivership* tel que prévu dans le Code Fédéral est une procédure de type *trustee*, où les dirigeants et les actionnaires sont évincés et remplacés dans l'immédiat par un premier administrateur provisoire, le *receiver*, nommé par le tribunal avec pour seules fonctions de constituer les créanciers non-nantis en comité pour que ces derniers nomment leur représentant à la tête de l'entreprise, le *trustee*. Ce dernier est alors chargé de sélectionner l'avocat de faillite – *attorney* –, avec qui il élaborera le plan de résolution soumis au vote. Cette procédure est faite pour les petits défauts, car elle suppose que la mission du *receiver*, sera vite remplie. Or outre que la constitution des comités d'ayants droit d'un grand défaut pose des problèmes nouveaux d'organisation, les juridictions éclatées par Etats impliquent que dans chacun soit nommé un *receiver*. Ces deux problèmes encouragent la formation de véritables oligopoles des grands cabinets de *Wall Street* dans les grandes juridictions d'Etat, capables de se coordonner facilement au niveau national, et trustant les appels des tribunaux. Par leurs réseaux, ils acquièrent une forte crédibilité *ex-ante*, quand ils demandent à être nommés *receiver* par le juge, leur organisation permettant *a priori* d'économiser du temps de procédure. Ils acquièrent également une forte crédibilité *ex-post* parce que s'ils sont nommés, leurs propres connexions leur permettent d'engager précocement la restructuration, sans que cette initiative non prévue crée un conflit. On touche là à un dysfonctionnement crucial de la procédure : l'information sur les coordonnées des ayants droit n'est pas publique. Le *receiver*, pour faire son travail, doit littéralement partir à la 'pêche aux adresses' et acheter l'information. Or ces avocats sont aussi ceux des banques d'affaires et d'investissement qui organisent le marché des émissions obligataires et qui détiennent directement ou pour compte de tiers le gros de la dette *senior*. Ils possèdent donc les coordonnées des détenteurs de créances. Comme la publicité de la faillite n'est pas garantie, et comme le *receiver* représente directement des *seniors*, qui sont en même temps ceux qui contrôlent l'information, ces derniers ont la possibilité de retarder la réunion des créanciers en comité et de contacter en parallèle chacun d'entre eux pour influencer son vote ou mieux, en obtenir la procuration.

Le nerf de la guerre est la course aux procurations. Les liens du *receiver* nommé avec les banques d'affaire permettent de constituer des majorités et de les déposer entre ses mains, avant même la réunion des créanciers. Il peut alors accélérer la procédure en rédigeant lui-même un plan de restructuration et en l'engagement sur le champ, sachant qu'il ne sera remis en question ni par le futur *trustee* –qui sera sa banque d'affaire– ni par les ayants droit. Dans ce mécanisme, les dirigeants sont en général bien traités, souvent réinstallés adjoints du *trustee* ou consultants, voire *receiver*, parce que leur ancien poste met à leur disposition des informations et des connexions qu'ils pourraient utiliser contre cette organisation, voire pour engager des recours. Cette coalition

permet ainsi aux *seniors* les plus influents de contrôler le temps de la procédure et de verrouiller l'information sur l'entreprise elle-même : la publicité sur et dans la faillite.

L'innovation de la procédure *receivership* élaborée par les avocats de la *common law* est de permettre au *receiver* d'agir rapidement, avant l'accord des créanciers. Elle préfigure les lois de faillite modernes englobant les actifs dans leurs préoccupations, notamment celles inspirées du *Chapter 11*, où il est possible d'engager immédiatement les restructurations, soit parce que le dirigeant est maintenu en place, soit parce que des pouvoirs étendus sont confiés à l'administrateur provisoire. Dans le *Chapter 11*, la place privilégiée conférée à l'emprunteur est justifiée par la valeur de *going concern* que sa présence donne aux actifs (le capital humain du dirigeant). Il concerne donc surtout les petits défauts. Ici, les pouvoirs étendus du *receiver* sont justifiés au départ uniquement dans les gros défauts, par un risque de dégradation de l'actif exprimé comme un coût élevé de coordination des ayants droit, puisque la faiblesse des sources légales de la procédure fait que ces problèmes de coordination s'élèvent considérablement (contrainte de l'unanimité, ou de l'unanimité à défaut), et tandis que leurs coûts sont inégalement répartis entre les ayants droit (intégralement à la charge des *juniors*). Le paradoxe consiste donc à avoir répondu à la faiblesse des sources légales de la procédure par un renforcement du pouvoir du *receiver*, au lieu d'une codification qui organiserait la publicité et la transparence de la procédure. En l'absence, ce *receiver*, qui monopolise l'information sur les créanciers et peut grâce à elle accélérer la procédure, peut aussi la ralentir et renforcer anormalement la capacité de pression des *seniors* sur les *juniors*, voire les mettre sur le fait accompli. L'équité des ayants droit n'est pas assurée.

● ***Ici, l'entrée des actifs dans l'orbite de la faillite n'apparaît donc pas encore explicitement sous la forme d'un problème d'incitations à la restructuration réelle.*** Avant cela, c'est la question du temps de la procédure qui émerge, et renvoie à celle de la valeur des actifs. Les enjeux informationnels dans les conflits *insider/outsider* émergent parce qu'ils impliquent quelqu'un pour gérer ce temps et l'assumer. Ce mécanisme s'enracine grâce à l'attitude passive des créanciers qui ne souhaitent pas s'impliquer dans la procédure. A mesure que les pouvoirs de marché se concentrent dans ces métiers, la procédure se cristallise. Les *receivers* sont alors incités à favoriser outrageusement les ayants droit les plus influents dans les structures de financement des grandes entreprises, créanciers nantis, dirigeants et actionnaires, au détriment des créanciers minoritaires, en général *juniors*. Plus important, c'est la facilité avec laquelle ces collusions vont assurer le financement de la procédure qui permettra au *Receivership* de vivre longtemps, en particulier de retarder l'émergence de la problématique de l'actif comme un conflit *insider/outsider*.

2.1.3. Les dysfonctionnements croissants du *Receivership* dans la crise... ou les limites de la liquidité hors la faillite

● Comme les sociétés de chemin de fer n'avaient pas accès à la faillite et comme dans les années vingt et trente, elles sont majoritairement financées par endettement sous forme d'obligations nanties⁴⁶⁵, les effets de l'information et de la protection juridique asymétriques sont exacerbés quand il s'agit de

⁴⁶⁵ Toutefois, la dette non-nantie n'était pas seulement composée de créances commerciales, mais aussi de créances classiques, ces dernières représentant l'équivalent de 20 à 30% des encours nantis (Lubben [2004]).

traiter leurs défauts. Puisque les nombreux collatéraux de la dette ne doivent pas être liquidés, le financement de la procédure est d'emblée nécessaire et ceci, pour de très gros montants. Les banquiers d'affaire vont alors élaborer une méthode de restructuration, dite du *railroad receivership*, qui reprend le schéma décrit ci-dessus, où le *receiver* bénéficiant d'un mandat élargi pour accélérer la procédure est au centre d'un réseau de collusions, mais en l'enrichissant d'un traitement particulier des collatéraux. Dans la crise, le *receiver* va avoir des difficultés croissantes à mobiliser les liquidités nécessaires à ce traitement. Mais le service de substitution à la faillite assuré par ce réseau de collusion a un coût corrélé positivement avec le degré de protection des actifs recherché et avec l'intensité de la crise économique –ie d'exploitation de l'emprunteur–. On peut ainsi appréhender le problème du *Receivership* comme un service de liquidité assuré grâce à une rente de situation –i.e. un coût d'usage– que le *receiver* valorise davantage dans la crise grâce à sa capacité à maintenir les défaillants dans la procédure. Il ne se traduit pas, comme au Japon, par une propagation du risque moral et une élévation des pyramides financières, puisque les autorités font respecter une règle de paiement dure, mais par un allongement de la durée des procédures. Dans le cas des chemins de fer pendant la Grande Dépression, le coût de la procédure devient infini parce qu'il n'y a plus d'issue possible.

● ***La procédure se passe dans le faits de la manière suivante*** (Lubben [2004]). La propriété des actifs en garantie est transférée temporairement au sein du comité des créanciers, avec tous les autres actifs de la société. Comme il faut protéger les actifs pendant la procédure, les collatéraux ne doivent pas être saisis ni séparés des autres actifs et la nouvelle structure continue donc d'honorer ses engagements auprès des *seniors*, de sorte qu'on a leur accord implicite et qu'il n'y a défaut que sur la dette *junior*. Si à ce stade, des *seniors* refusent de coopérer, un juge peut leur opposer le risque de dépréciation de l'actif net. Cette opposition n'annule pas ce droit mais contraint le juge à proposer un prix de liquidation de la garantie, que l'emprunteur devra payer et auquel le *senior* devra se conformer. Pour cela, le juge va faire appel au *receiver*, qu'il a nommé et en qui il voit donc un arbitre neutre, ce qu'il n'est pas, comme on l'a vu. En sous-valorisant sensiblement les garanties, il se conformera aux intérêts des principaux *seniors* coopérants, qui vont récupérer la plus-value. Voyons cela : le *trustee* arrivant en fin de procédure a charge de sélectionner un repreneur de cette structure, pour laquelle les montants nécessaires sont d'autant plus colossaux que les nantissements distribués sont importants. Les créanciers *juniors* sont incapables de les rassembler car ils doivent déjà absorber leurs pertes. Les banques d'affaire de *Wall Street*, celles qui contrôlent les créanciers *seniors* et qui sont liées au *receiver*, sont la principale source de financement pour ce type d'opérations. Or, de même que la publicité de la faillite n'est pas publique, la mise en concurrence des projets de financement de la procédure et de reprise de la structure dépend complétement de la manière dont le *receiver* décide de procéder. Ces banques organisent un environnement non concurrentiel dans lequel elles ont indirectement le pouvoir de sélectionner les repreneurs, en accordant ou non ces financements. *In fine*, les anciens *seniors* vont se porter acheteurs, de sorte qu'ils effectuent en fait un *debt-equity-swap* sur leurs dettes pour acquérir l'emprunteur, mais avec un passif allégé de la dette *junior*, exclue de l'opération, et de la

plus-value réalisée sur les liquidations de *seniors* non coopératifs. Ces derniers sont pénalisés puisque l'opération de conversion se passe au sein d'une nouvelle structure juridique et raison sociale sur laquelle ils n'ont aucune prise, l'ancienne devenant une coquille vide mais à laquelle sont attachées toutes les dettes classiques contractées avant le lancement de la procédure. Dans ce schéma, souvent, les anciens gros actionnaires se retrouvent actionnaires de la nouvelle structure, cassant la règle d'absolue priorité des ayants droits⁴⁶⁶. Ils parviennent à obtenir une part du capital en échange de leur engagement à apporter de la liquidité de trésorerie à la nouvelle structure et le remboursement aux créanciers *seniors* de leur reliquat de dettes. Bien sûr, ils ont subi des pertes et sont en manque de cash, comme les créanciers *juniors*. Mais à la différence de ces derniers, ils bénéficient du soutien des banques d'affaire. D'une part, elles leur apportent des fonds de sorte qu'au lieu d'acquérir des actions, les banques acquièrent une dette sur les actionnaires d'une structure dont ils connaissent bien la situation. D'autre part, ce traitement privilégié prend aussi souvent la forme d'une augmentation de capital de la nouvelle structure auprès des anciens gros actionnaires et d'une réduction de capital avec en parallèle, une nouvelle émission de dettes garanties, seconde branche de l'opération de sauvetage au cours de laquelle, *in fine*, les anciens créanciers *seniors* réalisent un second *debt-equity-swap*, cette fois-ci en sens inverse, en convertissant les actions acquises lors du premier *swap* contre de la nouvelle dette collatéralisée.

Il ne faut pas diaboliser le *receiver* en ramenant ***la sous-valorisation de la valeur liquidative des garanties*** à un détournement de richesse. C'est avant tout pour lui un moyen de pousser les *seniors* à coopérer, pour minimiser les fonds à mobiliser et ainsi économiser du temps et des moyens. Par ce mécanisme, les pertes des *juniors* et *seniors* non coopératifs sont immédiates, tandis que les autres supportent un coût de liquidité, qui est le coût de la procédure⁴⁶⁷. Ce coût est remboursé grâce à la sous-valorisation des garanties et d'une manière générale, grâce à la marge de liberté du *receiver* dans l'évaluation de l'actif net. Cette incitation fonctionne bien quand la conjoncture est stable, quand les agents cherchent du rendement. Conserver les garanties ne nécessite pas de fortes incitations et comme leur valeur s'élève, il est même possible d'obtenir le concordat sans infraction à la règle d'équité absolue des ayants droit. Mais son efficacité diminue avec la détérioration de la conjoncture : la liquidité est de plus en plus recherchée pour elle-même, impliquant une infraction à la règle d'équité croissante, mais cette infraction le devient parce que la chute des prix d'actifs ne permet plus autant de manipuler la valeur liquidative des garanties.

⁴⁶⁶ Cette règle est encore cassée par le fait que les créanciers nantis non *insiders* qui ne veulent pas se plier au plan ne peuvent récupérer la valeur monétaire de leurs garanties qu'à un taux très déprécié, ordinairement fixé par le tribunal, comme une sanction à la non-coopération sur le sauvetage d'un bien public ! (Tufano [1997])

⁴⁶⁷ En sous-évaluant la valeur de cession des actifs dans la nouvelle entité, les *seniors* se rémunèrent sur un service de liquidité mais accroissent aussi leur poids lors du vote, puisque la partie non couverte de leur dette devient *junior*.

Leur valeur réelle chute et la plus-value pour les *seniors* disparaît en même temps que la préférence générale pour la liquidité s'élève. Par ce mécanisme, la transformation de la dette *senior* en dette perpétuelle, sur laquelle le *receivership* repose, devient plus difficile⁴⁶⁸. ***La durée de la procédure, son coût, sont négativement corrélés avec les performances conjoncturelles.***

- Cette sensibilité à la conjoncture devient extrême ***quand le défaillant est une société de chemin de fer*** et met la mécanique du *receivership* explicitement en échec. (i) La solution de démantèlement est exclue par la jurisprudence, mais comme par la nature de leur activité, elles ont (ii) un endettement élevé (iii) majoritairement en titres collatéralisés sur les terrains, et comme dans la crise, les demandes de liquidation de ces garanties croissent, les fonds à mobiliser sont vite exorbitants. Comme l'autre particularité de ces activités est d'avoir (iv) des coûts fixes élevés, la crise conjoncturelle creuse rapidement un déficit d'exploitation qui devient structurel en raison de l'impossibilité de démanteler les actifs. La sortie de procédure, plus difficile à envisager, entame les incitations aux efforts de productivité et éloigne l'accès au financement dans des conditions saines, rapprochant l'échéance de la crise de liquidité du *Receivership*. Immobilisé dedans, le défaillant verse au *receiver* une véritable rente de commissions tandis que le matériel se détériore avec les difficultés de financement du fond de roulement. En 1933, les deux tiers des compagnies de chemin de fer sont en faillite et dans les Etats les moins touchés, des compagnies y resteront plus de sept ans (Skeel [2001]). *Le railroad receivership*, par sa rigidité, constate l'échec dans la crise de cet arrangement fondé sur la liquidité. Mais il faut aller plus loin.

- En décortiquant son fonctionnement ***dans le cas général des gros défauts*** –quand le démantèlement partiel ou total est possible–, on se rend compte que le coût de la procédure est plus réactif encore à la conjoncture que ce qu'il était apparu plus haut, parce que pour récupérer le manque à gagner dans l'évaluation des garanties en période de crise, le système de collusion autour du *receiver* cherche davantage à tirer profit de son monopole informationnel, détériorant l'actif net de l'emprunteur. ***Il conditionne son apport de financement à cette capacité d'extraction de sa rente de situation davantage qu'à la maximisation de la valeur des créances.*** Le surcoût induit augmente dans la crise, non pas dans une logique d'accaparement, mais comme un monopole, par un manque d'incitation à la restructuration de l'actif. Voyons cela.

⁴⁶⁸ Le *Receivership* revient à une double opération de *debt-equity swap* transférant les actifs d'une coquille juridique à une autre. L'effort de restructuration peut-être minimisé grâce à l'opacité de la procédure, qui permet une spoliation des *juniors* et qui inflige aux *seniors* non coopératifs des pertes. Le consensus peut être atteint et dégage un surplus de valeur pour ceux restant dans le plan, permettant de replacer l'entreprise sur le marché. La procédure ne pouvait pas trop s'éloigner de la règle d'équité car la plus-value possible est négativement corrélée au besoin d'y recourir.

Le système organisé par les avocats de la *common law* est au fond un service de liquidité, dont la force est le couple *receiver*/banque d'affaire, et son coût, la rémunération du réseau du *receiver*, doit croître avec la préférence générale pour la liquidité. Cet ensemble préfigure le *DIP financing* du *Chapter 11*, que l'on voit plus bas, où pour protéger la valeur de *going concern*, le dirigeant est maintenu en place avec des pouvoirs élargis et de la liquidité, mais sous la pression du *DIP financier*. Dans le *Chapter 11* comme dans le *Receivership*, ses apports pendant la procédure bénéficient d'un classement en haute priorité (Tufano [1997]). Ce dispositif rend possible le financement de la procédure, facilitant la coordination entre ayants droit, tout en incitant l'apporteur à l'orienter vers la liquidation –grâce à son statut *senior*– dès lors que le plan de valorisation des actifs est trop incertain. L'influence de ces prêts sur l'actif net du défaillant doit être non-négative et, pour cela, l'intérêt à la liquidation est compensé par la recherche de flux de cash par ce dernier (la procédure doit durer) et équilibrée par les enjeux de réputation (elle doit durer s'il y a une valeur de *going concern*). Le contexte dans lequel la banque d'affaire du *Receivership* intervient est tout à fait différent. Il faut se remémorer que l'origine de la procédure vient d'abord de sa capacité à réunir des ayants droits épars et à organiser des majorités rapidement : c'est en quelque sorte un service de liquidité 'masqué', dans lequel on achète du temps, celui perdu par l'absence d'une loi de faillite et de sa règle de majorité qualifiée, en acceptant un système collusif du *receiver* capable de contourner ces problèmes en lieu et place d'une faillite légale. Sans solidarisation effective des créanciers dans la nomination des administrateurs et le vote du plan, sans publicité de et dans la faillite et avec des marchés du financement trustés, le monopole informationnel du réseau collusif et la faiblesse des enjeux de réputation sur la conduite des procédures⁴⁶⁹, relâchent l'incitation à fonder la rémunération de son service sur la valorisation des créances et sur une restructuration active de l'emprunteur, c'est-à-dire à pousser à la liquidation aussi tôt que dans le *Chapter 11*. En effet, par absence de mécanisme incitatif à la gestion serrée de l'actif, le *receiver* a un intérêt à prolonger celle-ci pour accumuler de grasses commissions et la banque d'affaire ne s'y opposera pas, parce que les prêts contractés par le *receiver* lui paient des marges épaisses sur des engagements courts. Comme le *receiver* peut liquider des actifs ou réaffecter des recettes d'exploitation pour assurer prioritairement le paiement de cette dette *senior*, il dispose aussi d'une capacité d'endettement supérieure auprès de la banque d'affaire intéressée par cette juteuse source de revenu, d'où une gestion passive du défaillant. Ces nouvelles dettes coûteuses détériorent l'actif net mais le réseau n'en subit pas les conséquences. ***Le receiver et la banque d'affaire ont donc la possibilité de s'entendre sur une règle de paiement molle***

⁴⁶⁹ ...en raison de la difficulté à juger de la qualité de la procédure par l'opacité des informations sur l'emprunteur et en raison de la faiblesse des mécanismes concurrentiels au sein de la procédure (collusion *receiver*/banque/*seniors*).

garantie par l'actif de l'emprunteur. L'accroissement de la rémunération de chacun –i.e. l'éloignement de la frontière du *DIP financier* dans le *Chapter 11*– résulte de la facilité à l'extraire tandis que les restructurations d'actif sont plus délicates. Il vient aussi de ce qu'à l'époque, même si la procédure s'allonge et détériore l'actif net, l'efficacité pour le réseau du *receiver* ne se mesure pas tant à la quantité des pertes qu'à la capacité à sortir de la procédure avec un passif traité.

Ce problème n'est donc pas important quand la solvabilité de l'emprunteur n'est pas trop dégradée, mais le devient quand il faut toucher aux actifs, c'est-à-dire quand les pertes à éponger dépassent le cumul du capital et de la dette *junior* ou bien quand la rentabilité d'exploitation doit être redressée. **La procédure va vers la liquidation, mais en y opposant une résistance passive, élastique,** ajoutant un surcoût à celui associé au prix de la liquidité dans la crise. Ce surcoût exprime un problème de gestion du temps et d'incitation au cœur du *Receivership*, et que seule peut résoudre la faillite, par la transparence et la règle de majorité. En cela, le *Receivership* assure un service de liquidité et peut traiter le passif, mais pas l'actif.

- Les dysfonctionnements croissants du SBP japonais dans un environnement financier libéralisé et le recours impossible à la faillite jusqu'à la crise de 1997-98 ressemblent à cette situation. Mais parce que la norme de solvabilité était relâchée, cette situation s'était traduite par une propagation du risque moral et la formation de pyramides financières à la Ponzi. Ici, parce que la règle de paiement est dure, la norme de solvabilité n'est pas relâchée et les gros emprunteurs font défaut. Mais parce que le *Receivership* est le substitut à la faillite, il est activé malgré ses limites de capacité de traitement. Au risque moral du Japon est substitué une valorisation croissante de la rente de situation du réseau de collusion autour du *receiver*, ralentissant la réallocation des actifs dans l'économie, comme un coût de faillite croîtrait avec la demande de faillite, i.e. avec la difficulté des agents à se coordonner dans le marché.

2.1.4. Sortir de l'impasse : codification du *Receivership* versus entrée de l'Etat dans l'économie politique de la faillite

- Il devenait urgent de codifier une procédure de faillite pour ces grandes entreprises, résolvant à la fois les risques de collusion au début de la procédure, et le problème posé par des garanties distribuées non réalisables, qui exacerbent ces mécanismes collusifs. Dès l'introduction du *Receivership* en 1898, les premières critiques relèvent qu'elle est largement ouverte aux risques de collusion, dans la mesure où elle est importée de la loi de faillite britannique de l'époque... mais amputée de la partie consacrée au rôle du juge de faillite, qui prévoyait la réunion des créanciers au tribunal, et la limitation contrôlée du champs d'action du *receiver*.⁴⁷⁰ C'est donc par là qu'il fallait commencer. Les autorités américaines se résoudre à codifier ces deux procédures, mais partiellement seulement, de sorte que les blocages vont en partie demeurer. Pour les résoudre, dans le cas extrême des chemins de fer, elles préféreront une intervention directe de l'Administration publique dans les négociations, à un perfectionnement du cadre juridique de la faillite. Ce choix d'introduire l'Etat dans l'économie politique des grands défauts

⁴⁷⁰ La raison invoquée à l'époque est qu'il avait été assez difficile de faire passer une loi de faillite au niveau fédéral pour ne pas tenter l'introduction d'un volet consacré à une juridiction fédérale dans ce domaine, et qui plus est aurait été dotée de pouvoirs de décision importants (Skeel [1991]).

est motivé à la fois par l'illiquidité de l'environnement et par le fait que pour ces entreprises, les autorités ne sont toujours par résolues à restituer à la faillite son véritable rôle microéconomique : durcir les droits de la propriété en sanctionnant le défaut par la dépossession. Cette manière de résoudre les blocages à la restructuration sans la faillite est comparable à celle du Gouvernement japonais en 2003 qui, pour éviter la liquidation judiciaire de gros emprunteurs, va lui aussi entrer dans les négociations privées, pour se saisir de l'économie politique de la restructuration. C'est l'invention de l'*IRCJ*, dont l'analyse clôt ce chapitre. Pour l'heure, on s'intéresse à la codification du *Receivership*, aux raisons pour lesquelles elle n'a pas répondu aux espoirs qu'elle nourrissait, et pourquoi les innovations institutionnelles qui préfigurent le *DIP system* dans cette première expérience de construction d'un cadre de restructuration légale, ont finalement été abandonnées. C'est un problème de liquidité de l'économie, mais avant tout, c'est un problème de codification des principes de la faillite. Cet éclairage permettra de comprendre le succès de l'*IRCJ* au Japon.

- Codifier une procédure en loi, c'est en premier lieu respecter les trois temps de la faillite présentés en introduction (p.490), à la fois leur ordre et le caractère juridique, formel et public de chaque étape. Comme la faillite, avant d'être une solution à un cas de défaut, est d'abord une rupture et une solidarisation des droits individuels des créanciers, scellée par un juge, ne pas respecter cet ordre revient à abandonner toute possibilité d'équité entre ayants droit. Dans le cas discuté ici, l'opacité de l'information dans la publicité de la faillite et les relations préexistantes entre le *receiver* et une classe de créanciers disposant d'informations exclusives sur les autres créanciers, en permettant la chasse aux procurations et l'organisation de la faillite avant même la réunion des créanciers en comité, rompait le caractère formel du passage de la première à la deuxième étape et, en pervertissant son sens juridique, supprimait la condition minimale d'équité.

A la fin des années vingt, une série de débats sur les procédures de faillite avait été engagée par les parlementaires américains. Elle a abouti en premier lieu aux rapports *Donovan* de 1931 et *Thatcher-Garrison* de 1932, qui jettent les bases des discussions et des réformes engagées jusqu'en 1940. Après un premier échec, le *Hastings-Michelener Bill* de 1932, les pressions produites par la crise et le risque d'effondrement complet du marché obligataire privé débouchent en 1933 sur une codification dans la loi fédérale de l'*equity receivership* pour les sociétés de chemins de fer (*Amendement 77 au Bankruptcy Act*), puis en 1934 sur une version dédiée aux autres grandes entreprises (*Amendement 77B*), révisées en 1935.

- Les solutions apportées furent-elles satisfaisantes ? Non. La raison de fond est que les rapports qui les ont fait éclore s'accordaient pour considérer ces collusions comme une faille centrale de la procédure, mais ils voyaient le problème moins en terme de traitement inéquitable et d'extorsion par les banquiers d'affaire, que comme une source d'annulations de créances à la légère, sans conditionnalités fortes. Au lieu d'aller à la source du problème, les législateurs américains ont agi comme des législateurs agissent habituellement quand ils cherchent à limiter ces derniers effets, et comme les législateurs japonais le feront en 1999, quand ils voudront limiter le recours

opportuniste à la nouvelle loi de faillite pro-emprunteur (*Civil Rehabilitation Law* – cf. 3.2.) : en exerçant un contrôle *ex-post*.

- Concrètement qu'est-ce que cette codification introduit ?

(a) Dans un ***premier volet*** (i) le problème de l'éclatement des juridictions est résolu par l'extension au territoire fédéral de la juridiction des administrateurs judiciaires. Le temps des procédures en est réduit, donc leur coût et la concurrence pour le poste de *receiver* sont renforcés. (ii) Le principe de la solidarité de tous les créanciers –créanciers seniors intégrés dans le plan– est introduit, et en parallèle (iii) véritable symbole de la faillite légale, une règle de majorité qualifiée des deux tiers pour chaque classe de créanciers est introduite –au lieu de l'unanimité pour les créanciers *seniors*–. (iv) Enfin, le *receiver* acquiert officiellement la capacité d'entreprendre immédiatement des restructurations, alors que l'incertitude antérieure –sinon l'interdiction légale ! – était facteur de tensions entre la banque d'affaire du *receiver* et les créanciers. Mais ces améliorations ne répondent pas de manière satisfaisante aux problèmes des *insiders* (Buchheit & Gulati [2002]). Au contraire, les risques de collusion en sortent renforcés dans la mesure où la première étape de la faillite, dont il a été question un peu plus haut, n'est pas traitée. Les banquiers d'affaires ont toujours un avantage certain à faire la course aux procurations de vote dans une procédure où la liste des créanciers n'est pas publique et où l'information sur l'entreprise reste privée. De plus, la réduction des droits de blocage des créanciers nantis, loin de bouleverser une procédure initialement faite pour résoudre ce problème, renforce les gains des principaux *seniors* les plus impliqués avec le *receiver*. Les milieux d'affaire ont là une réponse aux difficultés croissantes de faire passer leurs plans face à des créanciers minoritaires de plus en plus récalcitrants, et à des petits créanciers nantis en manque de cash en 1933 et de plus en plus regardants sur les commissions des *receivers* et *trustees*⁴⁷¹. Il n'est plus nécessaire de conquérir les nombreux petits détenteurs de dette obligataire garantie ! ***Au total, les procédures sont débloquées, mais sans résoudre le problème informationnel.*** Le socle juridique du principe d'équité n'étant pas traité, resserrer les boulons en aval amplifie les distorsions.

(b) Un ***second volet propose un mécanisme pour réduire ces risques***, mais qui dans chacun des cas sera un échec. Il distingue le cas général des grandes entreprises (*Amendement 77B*) de celui des sociétés de chemins de fer (*Amendement 77*), dont les autorités veulent toujours protéger l'activité.

⁴⁷¹ Les créanciers nantis refusant de signer le plan de restructuration avaient le droit d'être remboursés en cash, et même si le tribunal imposait un taux de remboursement très bas, cela drainait du cash hors de l'entreprise au moment où elle en avait le plus besoin. Même ces financements au *receiver* bénéficiaient d'un statut de haute priorité – avant même les dettes nanties –, il s'agissait d'une mobilisation de fonds importante et surtout, dont le terme était incertain à une époque où les fonds propres des banques étaient sous tension.

Le cas général a failli être un bon compromis entre le bâton et la carotte parce qu'il renforce les conditions d'annulation des dettes en le doublant d'un mécanisme d'incitation. La liquidation étant possible, il reprend la procédure inventée et supprime l'obligation de nommer un *trustee*, pour laisser officiellement au dirigeant la possibilité de rester, dans un cadre privilégié de mise en solidarité des créanciers⁴⁷². Il se rapproche donc encore plus du *DIP System* du *Chapter 11*. Ici, l'objectif n'est pas de minimiser l'aléa moral dû à l'obligation de survie de l'entreprise sur lequel le *railroad receiver* s'appuie pour imposer son plan aux créanciers minoritaires, mais d'inciter le dirigeant à déclencher la faillite assez tôt pour devancer le défaut et d'accélérer les procédures de restructuration en l'engageant immédiatement, comme le faisait de manière informelle le *receiver*. Le problème est que les défauts qui fondent son caractère collusif demeurent : le dirigeant est toujours à la merci d'un comité de créancier, encore plus facilement manipulable, dans une procédure opaque où les banquiers d'affaire ont un avantage informationnel crucial, financier et rassemblent les métiers de la banque d'affaire et d'investissement. La littérature s'accorde pour considérer que la procédure était inefficace, coûteuse et douteuse sur le plan de l'aléa de moralité⁴⁷³. Mais pour corriger cela, il n'était pas nécessaire de réformer complètement l'infrastructure de la loi. Comme on l'a vu, le problème résidait moins dans les innovations introduites que dans l'immaturation des fondements des lois de faillite, exactement comme on peut aller vers la déréglementation financière en faisant l'impasse sur les règles de transparence...

En raison des risques moraux élevés associés au statut de *too big to fail* des chemins de fer, les législateurs ont adopté une approche classique mais radicale pour éviter les collusions : leur intervention directe dans l'économie politique de la faillite : le contrôle administratif. L'*Interstate Committee Commission* du Sénat n'administre pas la procédure mais acquiert une fonction de tutelle des créanciers, de co-gérance : elle propose les *trustee*, fixe les plafonds d'indemnisation des avocats et autres prestataires, et surtout, donne son aval aux plans de restructuration⁴⁷⁴. Mais comme les problèmes de fond de la loi n'étaient pas réglés, la dualité de la procédure, un

⁴⁷² Le vote à la majorité qualifiée des créanciers solidarisés dans la procédure peut ainsi s'apparenter, de loin, à la procédure de déblocage dite de *Cram-down* du *Chapter 11*, à ceci près –ce qui est important– qu'y est associé un strict respect de la règle de priorité absolue (cf. 2.2.1.).

⁴⁷³ Buchheit & Gulati [2002] insistent sur la longueur des procédures et comme la plupart des autres auteurs, sur le fait que les plans de restructuration n'ont semble-t-il pas conduit à une amélioration des conditions de réinsertion sur le marché des défailtants, alors que la règle d'équité a été amollie. Skeel [2001] adopte un discours plus nuancé que Lubben [2004] et Tabb [1995] sur la question, relevant notamment que le cours des titres émis par les sociétés se plaçant dans le cadre de cette procédure ne perd pas beaucoup de valeur, de sorte que l'on peut supposer qu'elle n'est pas jugée inefficace par leurs détenteurs. Globalement, il est difficile de juger de l'efficacité des articles 77 et 77B, dans la mesure où leur introduction est suivie de peu par leur suppression.

⁴⁷⁴ Elle avait déjà les fonctions de régulation des prix dans le domaine des transports ferroviaires, et de contrôle des fusions et acquisitions.

volet administratif, l'ICC et un volet complètement privé, l'organisation de *Wall Street*, produisent des frictions. D'un côté, les abus sont réduits et les dirigeants davantage sanctionnés. Egalement, les volets réels et financiers sont plus fouillés, dans la mesure où il n'est plus nécessaire, pour faire passer les plans sans trop de heurts, de minimiser les sacrifices. En revanche, les milieux d'affaire, qui bouclent les offres de financement et rassemblent les votes, feront traîner les dossiers en longueur pour résister à la pression de l'ICC, la durée moyenne des procédures s'allongeant à sept ans et demi.

- Les législateurs américains ici, comme ceux du Japon en 2003, ont répondu à une même problématique d'insolvabilité d'entreprises –sauvetage imposé, collatéralisations intensives irréalisables, multitude et diversité des créanciers, direction opaque...– sans se borner à mettre en place les procédures de faillite. Ils ont à chaque fois fait intervenir l'Etat pour convaincre l'économie politique de la faillite de la nécessité de l'action collective. Mais de manière très différente, symptomatique du contexte macro et politique sous-jacent. L'ICC tient un rôle passif de validation ou de rejet des plans, laissant le rôle de proposition à l'ancienne construction privée où en face de la solidarisation des créanciers, la publicité de et dans la faillite n'était pas assurée. ***Cette coexistence de deux systèmes promoteurs de règles de paiement l'une dure, l'autre molle, explique l'échec de la loi.*** Les règles ne sont pas clairement établies et la faillite n'est pas encore véritablement perçue, dans son objet économique, comme une méthode de recoordination par la centralisation de l'échange, mais aussi de l'information. Inversement, l'IRCJ, créée au Japon en 2003 pour résoudre les conflits d'insolvabilité les plus complexes, ne se borne pas à orienter l'économie politique de la faillite mais va y participer, rentrer dans la construction privée des contrats, s'en emparer littéralement et la remodeler selon une règle de paiement plus dure. Et pour ce faire, au lieu de prendre le contexte macro et institutionnel comme un acquis, elle va elle-même organiser la transparence et créer les marchés de cession, c'est-à-dire répondre aux deux problèmes du *Receivership*, la codification et la liquidité.

- Pour conclure sur les lois de faillite dans la Dépression, la méthode employée par le Japon n'aurait probablement pas convenu alors, parce que la construction de marchés de cession suppose en amont un environnement macroéconomique liquide et que ce n'était pas le cas aux Etats-Unis, où un haut niveau de PPL était entretenu par un marché obligataire privé, détruit, par le rationnement persistant du crédit une forte volatilité de l'activité dans la reprise. Cet argument de liquidité explique le basculement de l'approche *judicial view* de la faillite, où l'accord résulte de la négociation privée, comme dans le *Receivership*, à l'*administrative view*, consacrée par la substitution des amendements 77 et 77B par le *Chapter X* en 1938. En effet, cette approche, qui consiste à

dessaisir les ayants droits de la procédure pour la confier à une administration et à des fonctionnaires, est souvent introduite pour éviter la liquidation massive ou les comportements opportunistes vecteurs d'aléa moral dans des périodes où les créanciers ne veulent pas avoir à traiter eux-mêmes la faillite de l'emprunteur ni s'occuper de la gestion des actifs. Ce revirement est aussi nourri, de manière diffuse, par l'*eros* de nos ancêtres, selon le mot de Cioran : un contexte monétaire bien qu'assoupli, vécu comme la *victoire du parti inflationniste*, et un contexte bancaire nouveau, stabilisé structurellement mais objet de suspicion. Le Japon, lui, n'était pas dans le brouillard politique et théorique des années trente. Il a bénéficié de l'expérience américaine, tant pour la régulation conjoncturelle que pour réformer ses lois de faillite.

2.2. Le *Chapter 11*, ou la liquidité dans la faillite

- Le *Chapter 11* est une procédure de restructuration légale initialement destinée aux petites structures actionnariales, mais qui est aujourd'hui utilisée par toutes les entreprises, y compris les plus grandes et les plus importantes pour l'activité économique. Son efficacité est aujourd'hui largement admise aux Etats-Unis, parmi les praticiens comme dans la littérature académique. Il bénéficie également d'une consécration internationale depuis l'adoption de procédures identiques par un grand nombre de pays à partir de la seconde moitié des Etats-Unis, dont l'Allemagne, la France en 2005 et le Japon, en 2000. La clé de son succès tient à deux éléments : la création d'un mécanisme désigné ici sous le terme de *DIP system*, et une souplesse d'adaptation remarquable à un environnement de marchés financiers très liquides. Cette souplesse résulte elle-même de la coexistence d'une faible présence des tribunaux dans la procédure –*oversight*–, avec un strict respect de son caractère formel et des trois temps juridiques qui ponctuent la faillite et qui sont, comme on l'a dit au début de la section précédente, nécessaires à une suspension de l'ordre contractuel dans de bonnes conditions.

- Les critiques négatives portées à l'encontre du *Chapter 11* dénoncent un caractère excessivement pro-emprunteur parce que c'est cet acteur qui a l'initiative dans la procédure –*debtor-led*–. Ce type de jugement est toujours délicat à établir. Ici, il se fonde sur deux éléments : le nombre élevé de recours à la faillite, principalement déclenchés par les emprunteurs, et le pourcentage également élevé des faillites multiples. Le premier élément n'apporte aucune preuve et peut au contraire démontrer son succès. Le second élément est plus problématique et peut effectivement être le signe de comportements opportunistes de la part des emprunteurs. Il a à nouveau été mis en avant depuis le 11 septembre 2001, quand plusieurs compagnies aériennes, en

faillite récurrente, se sont à nouveau placées durablement et par intermittence sous la protection du *Chapter 11* pour passer la crise de confiance, puis la flambée du pétrole, etc.⁴⁷⁵. La rapidité reconnue des procédures, au regard de leur nombre élevé, indique en tout cas qu'elle garantit une efficacité certaine des recours légaux. C'est d'ailleurs avant toutes choses cette caractéristique qui est recherchée par les législateurs japonais, quand ils décident de l'implanter au Japon. Et par rapport au Japon toujours, il faut encore relever ceci : avec les outils modernes de gouvernance et surtout, avec le développement de la liquidité financière, les propriétés du *Chapter 11* ont évolué dans un sens nettement pro-créancier –*creditor-led*–. Et sans doute, comme nous le verrons, serait-il dangereux d'aller plus loin dans ce sens. Ce comportement de la loi américaine dans un environnement liquide, renvoie aux problèmes particuliers de redressement qui se sont posés pour les chemins de fer américains avant la seconde guerre mondiale, pour toutes les grandes entreprises pendant la *New-Deal*, enfin pour les entreprises japonaises emblématiques de la crise contemporaine et pour qui les conflits entre ayants droit sont les plus épais.

- La partie précédente, consacrée au *Receivership*, a traité de la liquidité hors la faillite. On a vu comment les mécanismes qui formeront le *DIP system* dans le *Chapter 11* ont émergé et pourquoi ils ont échoué. Pour schématiser, les bons instruments ont été introduits pour les mauvaises raisons, l'absence de codification de la faillite des gros emprunteurs, et ces mauvaises raisons sont devenues évidentes avec la disparition de la liquidité, elle-même conséquence de l'insolvabilité massive. Il s'agit maintenant de voir pourquoi ces mécanismes fonctionnent bien quand la faillite est bien codifiée. La première section (2.2.1.) décrit le contenu de cette procédure et l'esprit dans lequel elle a été introduite en 1978. On retrouvera alors la conclusion de la partie précédente : l'intérêt pour l'actif de l'emprunteur ne vaut que par sa valeur de *going concern* et pour cette raison, est en règle générale bien plus justifié pour les PME que pour les grandes entreprises. Ce sera notamment l'occasion d'expliquer de manière plus détaillée ce que l'on entend par *DIP System* et comment ce dispositif incite les *insiders* à révéler ce qu'ils savent de cette valeur de *going concern*. Dans un second temps (2.2.2.), on regarde en quoi les propriétés de ce mécanisme sont sensibles à l'environnement financier et économique. Il sera alors question de la complémentarité entre l'institution de la faillite et la liquidité. Mais il ne s'agit pas seulement de la liquidité au sens de la stabilité macroéconomique. Il s'agit aussi du rapport de la faillite au régime financier, de la pertinence du *Chapter 11* après la libéralisation des marchés financiers. Le *Chapter 11* profite aussi de ces développements parce qu'ils apportent avec la liquidité financière une demande de normes, de gouvernance notamment, qui profite grandement à une loi de faillite dont les mécanismes d'incitation s'insèrent dans une approche typiquement *judicial view*, un cadre de négociation à la fois privé et ouvert sur le marché.

2.2.1. Le dispositif du *Debtor-in-Possession* : favoriser le redressement en interne par la négociation

- Le *Chapter 11* est introduit dans le droit américain en 1978, à la place du défunt *Chapter X* de 1938. Comme ce dernier et comme la plupart des lois de faillite du temps de la Grande Dépression, il privilégie alors la logique du redressement en interne –*internal recovery*–. Dans les

⁴⁷⁵ Voir à ce propos Enough already : airlines in America are abusing Chapter 11, *The Economist*, Sept 16th 2004.

années trente, toutefois, on a vu que cette orientation provenait du souci de préserver une activité cruciale pour l'économie, préoccupation étrangère à l'institution microéconomique de la faillite et qui disparaîtra complètement de son champ, mais aussi de maintenir en activité une entreprise mise en faillite et dont la procédure devait nécessairement être longue, compte-tenu de sa taille et de la diversité des ayants droit. Cette préoccupation est la première partie de ce qu'on appelle la valeur de *going concern*. Elle était alors évidemment très liée à la capacité à engager immédiatement les restructurations, qui avait conduit à confier au *receiver* des pouvoirs étendus, puis à autoriser l'ancien dirigeant à devenir *receiver*. La seconde partie de la valeur de *going concern* compare la valeur économique des actifs d'une entreprise groupés et séparés dans la liquidation. Ces actifs peuvent tout aussi bien concerner les actifs physiques, que le personnel, le dirigeant et même l'actionnariat⁴⁷⁶. On a vu que dans les années trente, cette conception plus large de la valorisation de l'actif, qui fait le *going-concern*, était encore étrangère à la faillite, parce que celle-ci était elle-même encore perçue comme un moyen de sanctionner un défaut, et non comme un instrument de recoordination. Dans le *Receivership*, cette conception élargie du *going-concern* était ignorée ou, pour les chemins de fer, formulée sur le mode impératif. Quand au *Chapter X*, en appliquant la règle d'absolue priorité il ne prenait pas suffisamment en compte la valeur de *going concern* des entreprises. Derrière cette règle, il y a en effet l'idée que le *going-concern*, qui est la valeur supplémentaire conférée aux actifs quand ils sont détenus par les anciens actionnaires, n'est pas pris en compte dans la loi. Jackson [1986 - pp.212-5] rappelle que le Juge Suprême W. Douglas avait explicitement refusé, en 1939, de considérer les facteurs intangibles affectant positivement l'évaluation des actifs dans l'application de la règle de hiérarchie des créanciers, puisque ces considérations revenaient à amollir la règle d'absolue priorité entre ayants droit. Le *Chapter 11* s'ancre clairement dans cette définition générale du *going-concern*, à savoir la continuité de l'activité et la restructuration immédiate d'un côté, la valeur d'association des actifs et de l'autre, le souci de valoriser ces deux aspects, non pas dans une logique de préservation des actifs, logique macroéconomique, mais dans une logique microéconomique de valorisation maximale des créances. La remise au premier plan de cet objectif se traduit par un amollissement du principe d'équité. A la fin des années soixante-dix, une époque marquée par la récession et les prémices de la libéralisation économique, où la liquidité est rare et chère, le maintien de la règle d'absolue priorité revient à la disparition de toutes les entreprises et commerces de taille modeste passant les portes de la faillite. Ce relâchement dans la règle de priorité ne résume pas tout. La raison pour laquelle le *Chapter 11* permet de mieux valoriser le *going-concern*, ce qui en fait sa spécificité et

⁴⁷⁶ On propose dans la section suivante une définition plus précise de la valeur de *going-concern*.

finalement, justifie le relâchement de la règle de priorité, c'est l'invention du dispositif *Debtor-in-Possession*⁴⁷⁷.

- Ce dispositif est inspiré du *railroad receivership* (cf. ci-dessus) et de la méthode de redressement des PME datant du *Bankruptcy Act* de 1898, la *Composition Law*⁴⁷⁸. Cette dernière avait la particularité d'enfreindre sur le principe la règle d'absolue priorité en rendant les actionnaires intouchables. Elle n'autorisait qu'une réduction de la dette non-nantie, dans le cadre d'une négociation entre ayants droit, protégeant les créanciers *seniors* de la procédure.

Les trois piliers du dispositif *Debtor-in-Possession* sont : (a) le maintien en place des dirigeants avec tous leurs pouvoirs de décision ou presque, et au titre d'administrateur judiciaire, de sorte que l'entreprise poursuit son activité sous la protection de la faillite (c'est donc le *receiver* des avocats de la *Common Law*) ; (b) une période d'exclusivité, de quatre mois actuellement, pendant laquelle seul le dirigeant peut proposer un plan⁴⁷⁹, de sorte que le dirigeant, qui connaît l'entreprise, à un pouvoir d'initiative, et non plus le monopole d'initiative du *receiver* ; (c) l'application d'une règle de priorité des ayants droit souple, c'est-à-dire non réduite au principe d'absolue priorité. Elle permet d'éviter la réduction de 100% du capital des actionnaires et leur éviction de la procédure⁴⁸⁰. Le terme *Debtor-in-Possession* exprime ce que l'on voyait déjà dans le *Receivership* et ses amendements, l'absence de saisie effective des actifs par les créanciers. Mais à la différence notable d'alors, la solidarisation des intérêts des créanciers est bien organisée et la publicité de la faillite codifiée.

- A condition que le dirigeant aille assez vite, les créanciers peuvent n'avoir de prise sur la direction de la procédure qu'au moment du vote. Et cette mainmise est limitée de deux manières :

- (1) Elle incite au placement en faillite précoce par les emprunteurs eux-mêmes, de sorte que les enjeux du plan de redressement sont plus faciles à dessiner. En la matière, la grande innovation par rapport aux lois précédentes est qu'il n'est plus nécessaire d'être en défaut patent pour se placer sous la protection de la loi. Cela marque un changement radical dans la perception de la faillite par rapport aux lois antérieures : conformément à la théorie du *Common Pool*, elle ne sanctionne plus un défaut mais elle résout un problème de coordination, cela constituera aussi une innovation au Japon en 2000. C'est l'avancée majeure du *Chapter 11*.

⁴⁷⁷ Désigné ici *DIP system* par commodité. On précise toutefois que dans la littérature, le terme *DIP system* renvoie à l'organisation du financement d'une procédure de faillite de type *debtor-in-possession*, le *DIP financing*.

⁴⁷⁸ Elle est rebaptisée *Arrangement Law* en 1938.

⁴⁷⁹ Cette période peut être étendue aussi longtemps que nécessaire, à la demande du dirigeant et à la volonté du tribunal de faillite. C'est le cas pour les grandes entreprises.

⁴⁸⁰ Le remplacement du dirigeant par un *trustee* nommé par les créanciers est possible, à la demande des créanciers votant à la majorité qualifiée, et assortie d'une justification auprès du tribunal.

(2) Plus prosaïquement, elle prévoit une règle de vote assez ouverte pour éviter les blocages de créanciers récalcitrants. C'est pour ces raisons que le *Chapter 11* est dit *debtor led*. Au cours de la procédure, puisque les créances assorties de garanties sont protégées, exclues de la faillite, la négociation se passe, sur le principe, entre le dirigeant et le comité des créanciers non-nantis qui les représente⁴⁸¹. Dans les cas complexes, notamment quand une partie importante des dettes est collatéralisée, ou quand il existe de gros contingents de dette subordonnée en même temps que d'importants encours de dette à court terme, bref une forte hétérogénéité dans les termes des dettes, le juge peut proposer la constitution de comités de créanciers par classe d'investisseurs, afin de faciliter la réunion d'une majorité de créanciers au plan. Les classes de créanciers récalcitrantes sont ainsi isolées –la coordination entre ces classes est assurée par le seul dirigeant pendant la période d'exclusivité de quatre mois–, et au besoin, on recourt à la disposition de déblocage dite de *cram-down* pour les neutraliser. Elle permet au tribunal de valider un plan même si un des comités de créanciers le rejette. En contrepartie, pour éviter toute iniquité, le plan doit respecter la règle de priorité absolue des ayants droit. Ce dispositif répond aux craintes formulées par la SEC au sujet de la codification du *Receivership*, quand elle relevait que l'introduction d'une règle de vote pour les *seniors* abaissée aux 2/3 permettait, en présence d'une règle de priorité relative dans les remboursements et dans un cas de solidarisation *de facto* de tous les créanciers, de renforcer l'influence des *insiders* d'alors, le réseau du *receiver/seniors/banque d'affaire*. Cette crainte était motivée par la puissance financière de ce réseau et sa capacité à s'investir dans la procédure. Ici, le risque est atténué par le respect des trois temps de la faillite – dont la publicité de la faillite– et contrebalancé par la capacité des *juniors* à agir vite et sans les *seniors*, et donc de se dégager de ceux qui seraient non coopératifs –pourvu que le financement de la procédure est assuré, bien sûr– au prix de marché de leurs garanties. Ce dispositif de déblocage sera remplacé au Japon par un traitement beaucoup plus favorable des créanciers *seniors* alors que le recours aux collatéraux est massif. On verra que ce choix est justifié, au moins en partie, par la situation financière inverse de ces derniers, qui sont des banques commerciales principalement.

- Restent deux éléments qui renforcent considérablement l'efficacité de la procédure. Le premier est la suspension automatique des droits de tous les créanciers dès le dépôt de la requête au tribunal. C'est un mécanisme essentiel pour éviter la *curée* d'une entreprise qui avertirait publiquement d'un futur défaut de paiement, ce qui est classique aux lois de faillites modernes, mais qui vaut la peine d'être relevé ici, parce que justement, il n'existait pas dans les lois de faillite japonaise jusqu'en 2000. Il n'est pas neutre sur les financements, car si d'un côté, les pressions sur

⁴⁸¹ Composé des sept principaux créanciers non-nantis.

toutes les dettes classiques sont suspendues, ce qui permet de reconstituer de la trésorerie, de l'autre, les créances commerciales sont exclues de ce dispositif⁴⁸². Il en résulte une capacité réduite à faire accepter de la dette commerciale pour l'entreprise en difficulté et la nécessité de trouver des financements d'appoint. Le risque d'assèchement de la liquidité du défaillant est d'autant plus fort dans une procédure *Debtor-in-Possession* que les créanciers n'ont pas l'initiative d'emblée dans la procédure et par conséquent, ne contrôlent pas autant qu'ils le voudraient l'usage des fonds. Une procédure *creditor-led* dans laquelle c'est le *trustee* du comité des créanciers qui dirige le dispositif facilite cet apport de fonds puisque souvent, il est assuré par les créanciers eux-mêmes, les principaux *seniors* en général⁴⁸³. La réponse apportée est la création d'un nouveau métier bancaire, le *DIP financing*. Il consiste à financer la période de procédure légale, en évitant la prise de collatéraux⁴⁸⁴. Le second élément qui renforce l'efficacité de la procédure tient à la spécification de la période de rétroactivité des transferts financiers. Ce dispositif date du Moyen-Âge et existait déjà dans le *Bankruptcy Act* de 1898 et avant, dans la plupart des lois de faillite d'Etat. Bien qu'un dispositif classique de lois de faillite, encore une fois, on le souligne parce qu'il n'existait pas dans celles en vigueur au Japon jusqu'en 2000. La nouveauté est de distinguer explicitement le statut d'*insider* parmi les créanciers non-nantis, et de faire passer, pour eux, cette période de 90 jours à un an, en guise de sanction⁴⁸⁵.

En bref, la souplesse de la règle de priorité, absolue, la règle de vote ouverte et assortie d'une clause de déblocage, et le face-à-face entre les créanciers et un dirigeant indépendant détenant l'exclusivité temporaire de la conduite de la procédure et la suspension automatique des droits, font une procédure complètement ouverte sur la négociation.

- L'efficacité du *Chapter 11* tient à une seconde chance mesurée donnée au dirigeant, à travers son pouvoir d'initiative exclusif temporaire. En encourageant l'intervention précoce, elle améliore l'efficacité économique de la loi. Tandis que la suspension immédiate des droits des créanciers – y compris sur les garanties contractuelles – soulage temporairement l'entreprise de son étranglement financier, le dirigeant a l'opportunité d'engager immédiatement des restructurations réelles, puisqu'il conserve ses pleins pouvoirs. La menace d'initiative des créanciers au terme de la période d'exclusion permet à celui-ci d'imposer des choix douloureux de réorientation stratégique et de réduction de capacité – passant par des cessions d'activité, etc. – et de les exécuter immédiatement. Il acquiert alors

⁴⁸² La raison de cette exclusion est d'éviter les faillites en chaîne si l'entreprise en question est de grande taille.

⁴⁸³ C'est-à-dire des institutions financières de grande taille, relativement bien protégées contre le défaut grâce à la garantie et par conséquent limitant leurs besoins en fonds propres. Cette définition ressemble beaucoup aux *insiders* du *Receivership*.

⁴⁸⁴ Ceci réduirait en effet explicitement, avec certitude, l'actif net du défaillant. Le risque pour cet apporteur de fonds serait de se voir poursuivi par les autres créanciers.

⁴⁸⁵ La définition d'*insider* est volontairement floue dans la loi. Elle peut inclure tous les types d'ayant droit, des détenteurs de garanties aux fournisseurs détenant des créances commerciales. La question déterminante est l'accès privilégié à l'information, directement ou indirectement, comme par la densité des relations commerciales (Baird [2001] sur les *insiders*). Le premier juge en la matière est l'administrateur en place, le dirigeant le plus souvent, ce qui suppose son objectivité.

davantage de crédibilité pour la suite des opérations. La fiabilité du plan proposé par le dirigeant s'appuie donc sur la possibilité qui lui est offerte de restaurer sa crédibilité –et sur une capacité d'évaluation rapide des actifs–. Exprimé d'une autre manière, ces deux leviers sont l'existence d'instruments de gouvernance à la disposition des créanciers pour contrôler le dirigeant, et de marchés de cession liquides, pour contraindre le dirigeant à révéler tout ce qu'il sait de la situation, le plus rapidement possible, c'est-à-dire avant la fin de la période d'exclusivité.

2.2.2. Le *Chapter 11* et la finance moderne : un bon équilibre

- On retrouve invariablement le même débat qu'à l'origine de la faillite : le cœur de la problématique de la réduction de dette a deux dimensions, celle de la relation créanciers/emprunteur et celle des relations entre créanciers, que l'on peut ramener à un conflit entre les créanciers *seniors* et les créanciers *juniors*. Tandis que les premiers visent la valeur liquidative de l'entreprise, les seconds recherchent sa 'valeur post-restructuration', qui peut passer par des cessions, même conséquentes. Il s'agit de la valeur que devrait retrouver l'entreprise à terme, sur le marché, elle-même évaluée à partir d'une estimation de son flux de revenu, sa probabilité de survie et le rapport revenu/capitalisation boursière qu'on lui attribue. Pour ces agents, l'horizon temporel recherché est plus allongé. Il est difficile d'apprécier la valeur liquidative de cette prime de restructuration. Le problème est donc d'apprécier la justesse de la norme de valorisation utilisée pour établir le plan de redistribution des pertes (*fairness* dans le *Chapter 11*). La règle d'absolue priorité indique qu'en principe, les nouveaux droits alloués aux créanciers *seniors* doivent être équivalents aux anciens. Or ces droits sont en général attachés à la valeur de l'entreprise quand elle est en activité 'normale', c'est-à-dire à sa valeur post-restructuration, laquelle n'est pas liquidable, sauf grosse décote. Les *juniors*, inversement, reçoivent les droits résiduels, lesquels sont déterminés par la valeur hors-marché et l'allocation aux *seniors* (Blum [1950]). Or, pris à la lettre, en flux immédiats de cash, ce principe condamne généralement le projet par voie interne, puisqu'il implique que les droits des *seniors* sont en qualité et en valeur nominale égaux à leurs droits initiaux. Pour que le plan trouve sa justification (critère de *feasability*), il implique donc une forte dévalorisation pour les créanciers *juniors*, parfois accompagnée de l'allocation de titres de moins bonne qualité⁴⁸⁶, mais potentiellement compensée par un accroissement de leur part dans les revenus post-restructurations. Le bien public que défend la loi de faillite s'exprime comme la résolution d'un défaut de coordination dans le marché par la confrontation hors du marché des deux principes de justice (*fairness*) et de réalisme (*feasability*). C'est une autre manière de présenter le rapport conflictuel entre l'exécution des droits *seniors* et le redressement de l'entreprise. Elle conclut naturellement sur la question du cash pour

⁴⁸⁶ Allongement des termes ou choix de l'option réelle par l'acquisition d'actions via *Debt-Equity-Swap*.

effectuer les opérations de rachat d'actif : sur sa disponibilité et sur l'influence acquise par l'apporteur sur la poursuite de la procédure. Et si les marchés sont assez développés et la transparence assurée, la concurrence est assez forte entre acquéreurs, sponsors et autres propositions de partenariat pour que l'intérêt des classes de créanciers cherchant à brader le défaillant pour accaparer la prime de liquidité, soit compensé par une juste valorisation du défaillant par le marché.

C'est ce que disent en substance les théoriciens du droit de contrôle (cf. Encadré 26). C'est encore en vertu de cet argument qu'ils proposent de réformer un *Chapter 11* qui n'a selon eux plus de raison de tant protéger l'indépendance de l'administrateur. L'idée est de mettre le dirigeant sous le contrôle direct d'un groupe de créanciers dominants à qui tous les créanciers remettent leurs droits, la direction de la procédure, sorte de vote préalable au plan et dont la justification est assurée par la vente au meilleur prix sur le marché. L'efficacité du *Chapter 11* s'accroîtrait, grâce des relations contractuelles adéquates entre le dirigeant et les créanciers, le premier étant assimilé d'emblée à un intermédiaire entre eux, et associant une capacité d'initiative des dirigeants intacte et une pression supérieure des créanciers. Le droit de contrôle par ces créanciers assurerait l'intérêt supérieur de tous, grâce aux vertus du marché. Cette proposition de réforme vient du constat que depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, le dispositif *Debtor-in-Possession* qu'est le *Chapter 11* a changé de nature sans changer de fondement légal, devenant, pour les grandes entreprises, *creditor-led*. Cette évolution a temporairement calmé les critiques contre une procédure jugée trop longue et excessivement à l'avantage des emprunteurs (LoPucki [1993] par exemple), avant de les faire renaître récemment, suite aux scandales de Enron & consors.

- Trois facteurs expliquent le changement de nature du *Chapter 11* (Skeel [2003]) : (1) Le développement des marchés financiers, permettant des évaluations rapides d'actifs et des offres de rachat imposant au dirigeant de révéler davantage d'information pour appuyer son propre plan ; (2) La nature des actifs stratégiques des entreprises, plus intangibles et plus liés au capital humain, implique que pour les conserver, l'entreprise a intérêt à sortir au plus vite de sa crise en recourant à des recentrages à marche forcée par liquidation rapide de compartiments⁴⁸⁷ ; (3) Le troisième facteur est l'innovation dans les relations contractuelles entre les parties concernées par une faillite.

Dans la mesure où ces relations contractuelles sont au cœur du compromis équilibré qu'est le *Chapter 11*, deux formes d'influence méritent particulièrement d'être mentionnées :

(3a) La relation de *DIP financing* : Aux Etats-Unis et dans les pays utilisant des procédures de faillite incluant le *DIP system*, les financements sous DIP ont pris une importance considérable

⁴⁸⁷ La question de la valorisation du *going concern* s'insère donc d'une manière nouvelle, plus proche des intérêts seniors.

quand à partir de la fin des années quatre-vingt, les grandes entreprises ont accru la part des financements hors faillite sous forme de dette nantie⁴⁸⁸. Le métier de *DIP financier* est devenu extrêmement important pour les banques et crucial pour les entreprises, dont les chances de survie en sont totalement dépendantes. Le risque associé à ces activités, pour le banquier, l'incite à organiser une forte pression sur les dirigeants de l'entreprise, au point que l'on parle parfois de pseudo-procédure de *trustee*⁴⁸⁹. A la différence du comité des créanciers, le *DIP financier* a le droit d'exercer un contrôle étroit sur le dirigeant pendant la période d'exclusivité. Or ses moyens de pression sur le plan sont extrêmement puissants, car en cessant d'apporter ses financements, il déstabilise tout le processus de négociation et en réduit l'horizon temporel⁴⁹⁰. Les financements consentis sous *DIP system* ont légalement un statut de haute priorité dans la hiérarchie des créances, ce qui doit limiter l'incitation de l'apporteur à interférer dans les négociations. Mais si en théorie il ne peut exiger des garanties⁴⁹¹, cette restriction légale est contournable si des accords conditionnels de *DIP financing* sont contractés avant la mise en faillite. Or c'est souvent le cas. Ceci les rapproche des certificats de dette émis par les *receivers* dans les années trente (Tufano [1997]), mais cette fois-ci, les conséquences sont plus mesurées. Les apporteurs de fonds ne sont plus des fonds ou banques d'affaire qui, par leur monopole informationnel, se comportent comme des créanciers *juniors* et recherchent une part du capital, mais des banques commerciales qui sont en concurrence sur ce métier et recherchent des garanties et un flux de cash régulier. Cette approche *senior* renforce l'intérêt de la négociation entre ayants droit dans une conjoncture normale, mais en cas de brusque dégradation, ou si un accident important intervient dans la procédure, le *DIP financier* pousse à la liquidation d'un maximum d'actifs pendant la procédure pour assurer des flux de cash stables et presse à la conclusion rapide de la procédure. C'est ce que Skeel [2003] appelle l'*antitrust benefit*. Le danger est de transformer le *Chapter 11*, au pire moment, en un système d'enchères sous la direction des principaux créanciers avant et d'une manière générale, indépendant du moment du vote, comme dans le *Receivership*. (Lubben [2004]). Ce système est donc efficace si la conjoncture est bien maîtrisée et l'exploitation de l'entreprise assez saine pour inciter ses acteurs à ne pas entrer dans le conflit.

⁴⁸⁸ Ceci implique qu'au moment de la faillite, les besoins de cash sont beaucoup plus élevés. Voir Chatterjee & alii [2002] sur la montée en puissance du *DIP financing*.

⁴⁸⁹ Dans la quasi-totalité des gros cas de faillite aux Etats-Unis en 2002, les créanciers ont acquis le droit de nommer la nouvelle équipe du conseil d'administration à la fin de la procédure, par des accords préalables à la procédure, le *DIP financing* ou un DES. En outre pendant la procédure, le nouveau conseil d'administration est composé du dirigeant et de deux membres nommés par le *postpetition lender -DIP financier-*, autant que ceux nommés par les autres créanciers – ou *pre-petition lenders-*. Enfin, souvent dans les covenants imposés par le *DIP financier*, il y a le mécanisme de nomination du *chief restructuring officer*: une liste de quelques noms proposés par lui parmi lesquels le conseil d'administration choisit (LoPucki [2003])

⁴⁹⁰ Gilson [1990] et Chatterjee & alii [2002] pour l'influence des banques dans le cadre de relations de *DIP financing*.

⁴⁹¹ Tous les actifs de l'entreprise sont scellés dans la procédure de faillite.

(3b) Les bonus optionnels attachés aux performances des dirigeants dans les restructurations (*bankruptcy package*), en plein essor depuis la fin des années quatre-vingt-dix, sont des contrats d'incitation proposés et signés avec les créanciers, qui modifient considérablement la nature du dispositif *Debtor-in-Possession* puisque la rémunération de l'*insider* est directement dépendante de la rapidité et du prix de cession des actifs de l'entreprise⁴⁹².

Ces deux innovations contractuelles, qui permettent de cadenasser le dirigeant et de brider les *juniors* tout en accroissant leurs capacités d'initiative, nécessitent un régime de finance de marché stable – parce qu'ils impliquent des institutions financières prêtes à s'insérer dans des jeux de contrats– et mûre –parce qu'elles créent une demande de normes comptables et de gouvernance–. Elles renvoient donc directement aux problèmes du Japon. D'une part, la crise de solvabilité et d'exploitation bancaire tendrait plutôt à freiner le développement du *DIP financing*, alors que l'importance de la dette collatéralisée en fait un déterminant du degré d'efficacité de la faillite. D'autre part, cette crise étant aussi, comme on l'a déjà vu pour les banques, une crise de la culture managériale et du modèle de gouvernance, les *bankruptcy package* et d'une manière générale, toutes les innovations contractuelles liant le dirigeant, sont étrangères à la construction des contrats traditionnelle et par conséquent, sinon non crédibles, du moins difficiles à imposer. Ce type d'innovations contractuelles suppose, pour être efficaces, que la sanction du manquement soit crédible et bien anticipée. Dans l'alternative, elles donnent du temps aux agents sujets au risque moral et augmentent le coût *ex-post* de la procédure. Elles supposent donc un durcissement préalable effectif de la règle de paiement. C'est exactement ce pourquoi l'efficacité d'un *Chapter 11* au Japon correspond davantage à ce que l'on peut attendre de sa version de base 1978.

- La liquidité et les innovations contractuelles modifient l'influence des créanciers dans le *Chapter 11* et rapprochent les notions de réalisme et d'efficacité. A ces effets s'ajoutent deux tendances du droit qu'il convient de relever. La première tient à la capacité des créanciers de demander le remplacement du dirigeant par un *trustee*, prévue dans la loi. Si les tribunaux y étaient très réticents avant 2000 –réduisant la menace des créanciers–, les grands scandales de ces années passées, impliquant les dirigeants dans des fraudes massives, ont changé le sens de la jurisprudence, de sorte que cette menace d'éviction est devenue crédible (Skeel [2003]). La seconde tendance tient à la menace de curée, si les créanciers décident de devenir les futurs actionnaires : les dispositifs anti-OPA d'organisation des conseils d'administration qui permettaient aux dirigeants de se maintenir un certain temps malgré un repreneur qui leur était hostile –*poison pills*, etc.–, semblent ne plus fonctionner⁴⁹³. Ceci vaut la peine d'être relevé car au moment de la réforme du droit des faillites au Japon, c'est le constat de cette évolution plus que la recherche du bon équilibre de la faillite, qui a désamorcé le débat sur l'opportunité d'introduire de tels dispositifs protecteurs.

⁴⁹² A la différence du *Debtor in-Possession*, où l'apporteur de fonds a une influence directe sur le dirigeant, l'influence des créanciers dominants ayant intérêt à la liquidation est ici indirecte. Elle passe par le comité des créanciers.

⁴⁹³ Notamment les mécanismes d'élection par tiers avec directeurs externes, ou *poison pills* (Bebchuk & alii [2002]).

• Ces différents éléments indiquent comment la *Civil Rehabilitation Law* japonaise de 2000, inspirée du *Chapter 11*, va évoluer, probablement rapidement, avec l'essor des marchés de cession –notamment sous la pression étrangère– et avec les réformes de la gouvernance des entreprises engagées là-bas. Le *Chapter 11*, par son caractère *judicial view*, répond très bien au mouvement de judiciarisation de l'économie, au point de changer de nature et de se transformer *de facto* en procédure *trustee*. Il est bien adapté à un environnement où les principaux problèmes des entreprises sont financiers, et moins réels. Ce haut degré d'efficacité n'exprime pas des propriétés intrinsèques de la loi, mais sa pertinence dans l'environnement américain. Il diminue dans un environnement différent, comme au Japon. Dans les conjonctures dégradées où la préférence pour la liquidité est élevée, les intérêts de créanciers hétérogènes ont de plus en plus de mal à se rencontrer, parce qu'il ne s'agit plus de maximiser la valeur de l'entreprise, mais le taux de remboursement des créanciers dominants. Et dans ces conjonctures, aussi, le marché des financements des grandes opérations avec les banques d'affaire est difficile à mobiliser. L'offre de financement sous DIP risque de peser fortement sur les plans dans un sens pro-liquidation. Le *Chapter 11* a la capacité de faire valoir davantage la valeur d'exploitation de l'entreprise et de revenir à son modèle initial de 1978. Il bloque donc *a priori* la restructuration en interne en présence de dysfonctionnements dans l'exploitation. En même temps, le rôle central confié au dirigeant peut aussi apparaître comme une faiblesse de la procédure quand la culture managériale n'est pas 'prête' et se fonde sur son monopole informationnel. Cette sensibilité à l'aléa de l'emprunteur est exacerbée quand dans ces conditions dégradées, l'environnement prudentiel est laxiste, les marchés de cession inexistant et la transparence comptable et la gouvernance des entreprises sont peu développées⁴⁹⁴. C'est en partie pour cela qu'au Japon, la *Civil Rehabilitation Law*, qui aura peu ou prou les propriétés du *Chapter 11* de 1978, ne permettra pas de créer une incitation à la restructuration suffisante pour les grandes entreprises emblématiques de la crise. L'opacité de la gouvernance va amplifier les problèmes d'action collective résultant de l'insolvabilité massive.

⁴⁹⁴ Xu [2004] et Skeel [2003] notamment. Également la réflexion de Lubben [2004] sur le *Receivership*.

- La révision du *Chapter 11* version *droits de contrôle* est née des inquiétudes sur son caractère *debtor-led* d'origine et du risque de sous-utilisation des procédures de marché. Il est animé par le courant *Law & Economics* et représenté par ses figures historiques Douglas Baird et Thomas Jackson⁴⁹⁵. Pour eux, l'objectif de la faillite est de trouver une solution au problème d'action collective entre créanciers aux intérêts divergents. La procédure doit se résumer au fonctionnement d'un comité de créancier, le *Common pool*, et ne créer aucun autre droit pour les parties prenantes à la faillite. L'argument utilisé pour cela est que la création de droits nouveaux crée des incitations au recours à la faillite *ex-ante* pour prêcher des traitements privilégiés (Skeel [2001]). C'est la seule manière de faire de la faillite une institution la plus neutre possible dans le marché.

Dans les premières versions critiques du *Chapter 11*, il s'agit de remplacer une procédure initialement faite pour favoriser le redressement en interne et qui, pour les grandes entreprises, n'a plus d'intérêt puisque les moyens existants permettent de réduire la position privilégiée des *insiders*. Elle peut être avantageusement remplacée par une procédure de liquidation aménagée comme le *Chapter 7* aux Etats-Unis, qui impose la règle de priorité absolue dans les remboursements. Il suffirait d'y aménager, outre les ajustement fiscaux, un dispositif DIP pour engager les restructurations immédiatement et asseoir un système de financement, et intégrer au transfert des actifs tangibles que la procédure prévoit, les actifs intangibles tels la raison sociale, la marque, mais aussi la capacité de continuer les poursuites judiciaires engagées sur le défaillants (voir Jackson [1986]). En même temps, ces auteurs admettaient que l'objectif de neutralité de la procédure ne serait jamais atteint, précisément en raison des données toujours changeantes du problème d'action collective. En conjoncture basse, leur système peut résister⁴⁹⁶. Mais quand la crise financière est durable ou violente, une telle approche, reposant sur la seule force du financement externe est trop pro-liquidation.

- Leurs successeur dans ce courant de pensée, inspirés des principes de Chicago, se sont fait plus classiques, en affirmant que tout problème d'action collective peut se résoudre dans le cas d'un contrat, et qu'en l'occurrence, le dirigeant doit servir d'intermédiaire entre les créanciers, en nouant un contrat avec chacun d'eux (Picker [1992]). Ce courant critique du *Chapter 11* a été ouvert par Bradley & Rosenzweig [1992] et Adler [1992]. Hart [1999] l'exprime sous une forme atténuée, puisqu'il veut maintenir un statut légal particulier pour les dirigeants. L'idée est que quand une firme tombe en faillite, le capital des actionnaires est annulé et la dette junior est totalement convertie en actions. Les autres propositions de réforme ont consisté à ramener la loi de faillite à un système d'enchères plus ou moins complexe, organisé par les créanciers⁴⁹⁷. Ces approches supposent des mécanismes infaillibles d'évaluation de chaque pan de l'entreprise et des systèmes d'enchère extrêmement complexes qui n'ont en fait pas de grand rapport avec les possibilités réelles. Mais surtout, cette manière de concevoir les contrats puise dans l'École de la Synthèse que l'on a caractérisé dans le chapitre théorique comme celle du discours prophétique des imperfections perfectibles. Ici, les contrats privés devrait pouvoir remplacer, à terme, la loi de faillite. Derrière cette prophétie de la fin de la faillite légale, comme derrière le mythe du *free banking*, il y a une foi inébranlable en les vertus de mécanismes purs de marché émergeant spontanément et surtout, il y a une ignorance des fondements légaux de la monnaie.

⁴⁹⁵ Cf. Jackson [2001], Baird & Jackson [1984] pour les approches originelles de *common pool*; et la littérature de ces auteurs sur les propositions de révision du *Chapter 11* déjà citée.

⁴⁹⁶ La force du dispositif DIP maintenu dans cette procédure liquidative tient d'abord au fait que le dirigeant peut immédiatement engager les restructurations réelles. Il en résulte souvent que l'analyse des besoins de restructuration réelle/financière est bien désépaissie avant le vote du plan, de sorte que les risques de démembrement sont un peu réduits. Elle résulte enfin d'effets de réputation qui jouent énormément sur les marchés du *DIP financing*. La réputation de liquidateur d'une banque, comme d'un dirigeant d'entreprise, est rédhitoire auprès des actionnaires des entreprises en activité normale.

⁴⁹⁷ Voir notamment l'article fondateur de Bebchuk [1988] qui propose le premier modèle d'enchères à options. Rasmussen [1992] applique la théorie des choix de menus pour justifier la mise en concurrence d'une large palette de lois de faillite incluant tous ces modèles. La section 4.1. montre, dans le cas du Japon, que la mise en concurrence des procédures de faillite peut avoir des effets destructeurs dans un environnement financier instable.

3. Traiter l'actif par le redressement légal au Japon... ou les limites du *Chapter 11*⁴⁹⁸

Introduction : Le durcissement des droits de propriété, l'horizon libéral et la transition pragmatique

● On revient maintenant au Japon. En arrière plan de la réforme des lois de faillite, il y a la tendance lourde de la politique japonaise vers le libéralisme, dans la finance comme dans l'ensemble des activités économiques. Cet horizon libéral implique irrémédiablement le durcissement des droits de la propriété, condition *sine-qua-non* pour assurer le fonctionnement sain d'un système financier concurrentiel, c'est-à-dire à la fois l'assise juridique du modèle de la banque à l'acte et le développement concomitant des marchés de titres. Au plan intermédiaire, il y a la politique conjoncturelle, qui fonctionne suffisamment bien pour empêcher une nouvelle Grande Dépression. A ce stade, la liquidité macroéconomique est peu ou prou maintenue, mais les marchés de cession d'actifs capables de valoriser cette liquidité n'existent pas encore, parce que ces échanges passent toujours par les anciens mécanismes d'allocation, déficients depuis la libéralisation financière. Ce sont eux qui, comme on l'a vu dans la première partie de l'ouvrage, entament les marges de manœuvre des institutions de la liquidité. On en vient alors au premier plan de la réforme des lois de faillite : la crise bancaire, crise de solvabilité mais qui exprime aussi la crise de transition du régime financier. Le problème du Japon, et qu'ont dû traiter tous les autres pays engagés dans la libéralisation financière, c'est que pour mettre en place les nouvelles règles du jeu qui font la cohérence du système libéral, il faut traiter les cas d'insolvabilité reconnus comme tels par celui-ci. Alors comment passer du régime de croissance antérieur au nouveau régime, sans que les plus menacés par cette transition, qui font l'économie politique du régime passé et auxquels les gouvernants sont sensibles, souffrent trop ? C'est la question du tâtonnement institutionnel.

On en a vu les formes au premier niveau de la politique prudentielle : une modernisation des procédures de faillite pour rendre la menace crédible à terme et fixer l'horizon d'anticipation des

⁴⁹⁸ Cf. Tableau 12 pour un synoptique des procédures légales de redressement au Japon. On peut trouver une traduction des deux lois de faillites japonaises dédiées au redressement introduites en 2000 et 2003, ainsi que de la loi de liquidation dite *Bankruptcy Law*, auprès de Eibon –Horeisha Inc, Japan - phone : 0352765955 Fax : 0352765572. Pour une présentation en anglais des lois de faillite japonaises, adressée aux professionnels, on s'est référé à : *Collier International Business Insolvency Guide* (Ed. Matthew Bender Publishing), à Namekata & alii [2002], à Kamada [2001]. Des références complémentaires spécifiques à chaque loi étudiée sont fournies dans les sections consacrées. Cette présentation des références biographiques vient de ce qu'un travail uniquement à partir des textes légaux n'est pas réaliste. On s'y est référé pour préciser et éclairer les commentaires de loi à partir desquels cette analyse se fonde en premier lieu, et qui sont la plupart du temps du droit des procédures comparé.

On peut également se reporter au site <http://www.practicallaw.com/jsp/article.jsp?item=:298917> de *Practical Law Company*, qui fournit une présentation très détaillée des lois de faillite et de liquidation, ainsi que des principaux éléments de loi relatifs aux créances commerciales, ainsi qu'au créances nanties et à l'exercice des garanties.

banques, mais compensée par le relâchement immédiat de leur norme de solvabilité, qui est ensuite progressivement durcie, au rythme du redressement de l'exploitation bancaire et en particulier, du traitement des créances douteuses. Dans cette phase de transition, la tutelle espère désamorcer le risque moral résultant de l'immunité totale des actionnaires des banques en les isolant. Elle déplace alors le jeu d'incitation qui doit aboutir à la stabilisation bancaire de la relation classique superviseur/actionnariat, caractérisée par la régulation indirecte des comportements de crédit via la norme de solvabilité, à une relation superviseur/managers, dans laquelle la politique prudentielle doit se complexifier extraordinairement pour trouver des moyens légaux de réguler directement ces comportements de crédit et qui, pour ne pas s'appuyer sur les droits de propriété, est contrainte de demeurer opaque. Le sentier de progression est fragilisé par un rythme d'assainissement qui dépend beaucoup de la conjoncture et par une crédibilité de la tutelle dans sa volonté de maintenir le cap, affaiblie par son manque d'indépendance.

- Les banques vont reproduire le processus de tâtonnement prudentiel dans leurs relations de crédit avec les emprunteurs en difficulté. Mais inévitablement, la phase de transition aménagée pour laisser à ces derniers une dernière chance de restructuration sans douleur souffrira des mêmes problèmes de crédibilité que la politique prudentielle. Elles vont reproduire sa complexité et sa fragilité. La première étape sera en effet de réactiver les droits des contrats, c'est-à-dire rendre les saisines de collatéraux effectivement possibles, à faible coût d'exécution, mais aussi et en premier lieu, de rouvrir les portes de la faillite, mettre en place une procédure légale de restructuration qui puisse être effectivement utilisée. C'est de cela que discute cette troisième partie du chapitre. Une première section explique pourquoi, sans recourir à l'explication par la norme de solvabilité, on peut affirmer que les portes de la faillite étaient fermées dans les procédures antérieures à 2000 (3.1.). La deuxième section présente la procédure légale de restructuration introduite en 2000, la *Civil Rehabilitation Law* (CiRL) (3.2.). Pour la clarté de l'exposé, relevons dès à présent que son introduction était prévue pour trois ans plus tard, dans le cadre d'une réforme générale des lois de faillite qui devait passer à la Diète mi-2002 et clôturer le programme législatif du *Big-Bang* financier de 1996-97. L'explosion des défaillances d'entreprises provoquées par le *capital crunch* sur les banques en 1997-98 provoque son vote en urgence en 1999, dans un climat de panique. Le résultat est une loi plus *debtor-led* que prévu au départ, fortement inspirée du *Chapter 11*, d'abord et avant tout parce que cette procédure est connue pour être rapide. Son introduction n'est donc pas motivée par la résolution de la crise bancaire, bien qu'il s'agisse en fait d'un élément-clé. Comme on l'a vu dans le chapitre précédent, la question du modèle de banque principale n'est posée explicitement qu'en 2003. On évalue alors la pertinence des ajustements réalisés par les législateurs japonais pour adapter cet instrument au contexte japonais, marqué à la fois par l'aléa moral sur le crédit et l'inexistence des marchés de cession d'actifs. On renouera alors avec la discussion de la partie précédente sur les rapports équité/liquidité au sein du *Chapter 11*. Pour ces raisons, l'introduction de la nouvelle procédure provoque des réactions contradictoires de la tutelle, qui illustrent l'équilibre fragile que celle-ci essaie de trouver entre la stabilisation bancaire et la sauvegarde des entreprises. Dans la troisième section, on étudie ces réactions contradictoires, qui forment la première phase du tâtonnement institutionnel, enclenché par l'ouverture des portes de la faillite (3.3.). D'un côté, la tutelle craint un usage abusif de la nouvelle loi par les banques, qui s'empresseraient de négocier avec les emprunteurs emblématiques de la crise des accords de réduction de dette mal conditionnés, ce qui l'amène à introduire de nouvelles dispositions réglementaires pour atténuer ce risque. De l'autre, elle pousse les banques à forger des procédures de conciliation communes pour les inciter à se coordonner à l'ombre de loi, croyant qu'un tel cadre réduirait le risque

de démantèlement des entreprises les plus en difficulté. Ces tentatives vont échouer parce qu'on va voir que ce qui ne permet pas leur sauvetage au sein d'une procédure légale ne le permet pas non plus dans un cadre amiable qui doit normalement refléter le droit des contrats défendu par la faillite.

- La conclusion de cette première phase du tâtonnement institutionnel est que la règle de paiement molle maintenue par la FSA écarte les entreprises les plus en difficulté de la nouvelle loi de faillite, et l'absence de marchés de cession d'actifs liquides les éloigne davantage encore, parce qu'en limitant la capacité de cette procédure légale de restructuration à prendre en compte une valeur de *going-concern* probablement déjà très faible, l'illiquidité renchérit le coût de la faillite pour les créanciers et rend le démantèlement inévitable. Les contrats ne peuvent donc pas être réécrits et la myopie au désastre de ces derniers est entretenue en l'absence d'une remise en cause explicite des usages anciens. L'ouverture des portes de la faillite ne suffit pas. L'incapacité de la CiRL à attirer les défaillants à la restructuration ne fait qu'exprimer une norme de solvabilité relâchée, elle-même l'expression d'une économie politique de la crise dont les enjeux sont durcis par l'illiquidité. C'est ce double constat codification/liquidité qui déclenchera en 2003 la seconde phase de tâtonnement institutionnel, objet de la dernière partie du chapitre, et c'est en jouant sur ces deux leviers menace de faillite/liquidité, que le gouvernement japonais parviendra enfin à imposer aux acteurs privés les plus récalcitrants une solution de sortie à l'économie politique de la crise.

3.1. La faillite impossible : les portes fermées du redressement légal avant 2000⁴⁹⁹

- Il existait avant 1999 trois lois de faillite pour encadrer les procédures légales de redressement : la *Corporate Reorganization Law* (CoRL) de 1952 pour les grandes entreprises, inspirée du *Chapter X* américain et dont la dernière révision datait de 1972, et la *Corporate Arrangement Proceeding Law* (CAPL - 1938) et la *Composition Law* (CL - 1923), dédiées aux petites unités⁵⁰⁰. L'influence du Code Napoléon et des implants allemands en matière de droit commercial explique que la perspective de ne pas rembourser intégralement ses dettes est historiquement mal acceptée au Japon, c'est-à-dire qu'il ne s'agit pas de sanctionner un défaut mais de punir le défaillant. On retrouve cette empreinte dans chacune des procédures de restructuration précitées. Surpondérant les risques de comportements opportunistes des emprunteurs par rapport au critère d'efficacité, elles adoptent un mode de résolution des défauts de type *administrative view*.

⁴⁹⁹ Outre les documents relatifs aux nouvelles lois de faillite cités plus hauts, on peut se référer au document Yashige & alii [2000] focalisé sur les lois en vigueur avant 2000. Egalement ICOSA [1999]. Takagi & Abe [2003] pour la CoRL en particulier. JSDA [1999], ainsi que Ohno & Tsunematsu [2001]

⁵⁰⁰ Egalement appelée *Company Resolution Procedure* ; sur le modèle de la loi de faillite autrichienne de 1914.

Encadré 27 – Eléments statistiques sur les faillites et défaillances d'entreprises au Japon jusqu'en 2005

Les statistiques sur les faillites d'entreprises⁵⁰¹ avant l'adoption de la nouvelle loi de 2000 permettent de dégager plusieurs faits stylisés. Il y a d'abord le faible nombre de recours en absolu et en relatif, par rapport au nombre des liquidations et par rapport aux standards internationaux, ajustés de la conjoncture économique. C'est ce qui a longtemps soutenu le discours sur l'efficacité du modèle japonais. Autre fait remarquable dans la même lignée, une faible sensibilité aux fluctuations conjoncturelles entre 1992 et 1998, la seule composante réactive des faillites étant celle orientée vers la liquidation. Par contre, malgré des taux de requête inférieurs, le passif net moyen des défaillants est nettement supérieur à celui des Etats-Unis, par exemple, indiquant que les entreprises japonaises déclenchent la faillite quand leur état est beaucoup plus dégradé ; sur longue période –depuis 1955– le passif moyen des défaillants est en moyenne neuf à dix fois supérieur à celui des Etats-Unis, différence qui n'est pas expliquée par un poids des grandes entreprises supérieur dans le premier pays, au contraire⁵⁰². Même si ces données concernent l'ensemble des défaillances et pas seulement les redressements légaux, elles donnent une bonne idée de la difficulté du redressement quand l'entreprise entre en faillite légale. Ceci explique, outre la lourdeur des procédures, pourquoi en moyenne, de 1995 jusqu'en 2000, 85% des firmes défaillantes ne vont pas en faillite légale⁵⁰³, et 90% de celles qui y vont sont liquidées

A partir de 1998 jusqu'à aujourd'hui, il y a une nette accélération des faillites légales, avec une progression du rapport entre restructuration/liquidation au bénéfice des premières, mais qui n'explique pas tout. Il y a aussi plus de liquidations. Ce changement décrit une amélioration des lois de faillite croisée avec l'accélération de l'assainissement des banques. En 1998-99, c'est seulement l'effet de la dépression, mais l'impact des nouvelles procédures de redressement est ensuite très net. On passe de 2 651 cas en 1999, à 3 741 l'année suivante et 6 233 en FY2004. Ces chiffres masquent deux tendances : plus de PME et commerces tombent en liquidation et plus de grandes entreprises vont en redressement. La remontée sensible de la part des redressements par rapport aux liquidations dans les encours et les requêtes date de la fin 2000 et se confirme depuis. Dans ces statistiques, la représentation des entreprises établies depuis longtemps gonfle seulement à partir de la seconde moitié des années 90, la tendance se poursuit depuis indépendamment de la conjoncture. Enfin, les secteurs les plus représentés sont la distribution de gros et de détail, la construction et l'immobilier, qui représentent à eux seuls la moitié des chiffres, avec des passifs moyens plus élevés. Relevons sur ce point que les faillites immobilières ont un passif en moyenne cinq fois supérieur à la moyenne tous secteurs confondus. Ceci explique leur liquidation quasi-systématique... et donne en même temps une idée de la perte de valeur des garanties immobilières en général.

Concernant les défaillances (faillites et accidents bancaires graves), le nombre de cas atteint un pic en FY2002, soit deux ans après le début de la baisse de l'encours total des passifs, puis baisse jusque FY2004. Le passif moyen a lui aussi baissé à partir de 2001 et baisse sensiblement depuis. Les rapports annuels du *Tokyo Shoko Research Institute* indiquent que la reprise de l'économie n'expliquerait au mieux qu'un ralentissement de la hausse des défaillances, compte-tenu du rationnement du crédit pour les PME et du nombre croissant de faillites et de grandes entreprises en accident. La baisse depuis 2002 s'explique par une forte extension du soutien public à la dette des PME, via les 30 trillions d'euros⁵⁰⁴ supplémentaires apportés au programme d'octroi de garanties de crédit, et l'assouplissement des conditions d'accès à ces facilités, notamment pour les entreprises de taille intermédiaire. La sensibilité des chiffres à ce programme

⁵⁰¹ Ces faits stylisés sont une synthèse des *Bankruptcy report* mensuels et annuels fournis par Teikoku Tadabank, et des rapports annuels de Tokyo Shoko Research.

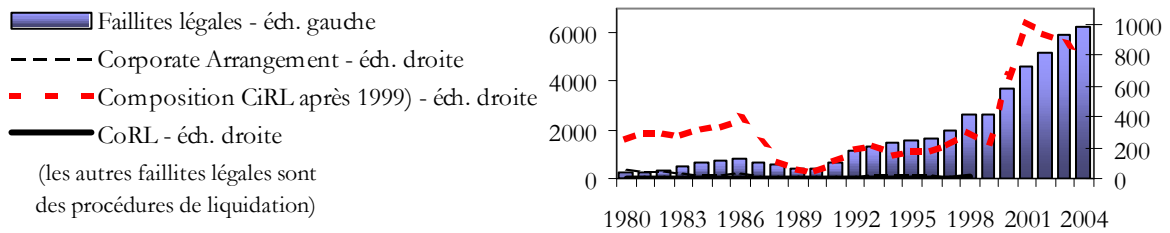
⁵⁰² Le nombre des défaillances est beaucoup plus élevé aux Etats-Unis qu'au Japon, mais le passif total des défaillances en pourcentage du PIB est en moyenne cinq à six fois plus élevé au Japon. Au pire de l'histoire contemporaine des Etats-Unis, en 1991-92, il atteint 1,5 fois le PIB, pour retomber à moins de 0,4 fois en conjoncture moyenne... contre une moyenne historique de 1,5 pour le Japon, montant à plus de 3 fois le PIB au pic de 2000 (*JEI Report Weekly review* n°5, February 1999 - n°25 July 2th 1999 et n°22 9th June 2000).

⁵⁰³ ...le gros est liquidé dans le cadre d'une procédure privée et, dans une moindre importance, restructuré à l'amiable.

⁵⁰⁴ Ce programme avait été créé initialement au moment de la dépression de 1998, puis refinancé après épuisement des enveloppes à deux reprises en 1999 et 2001.

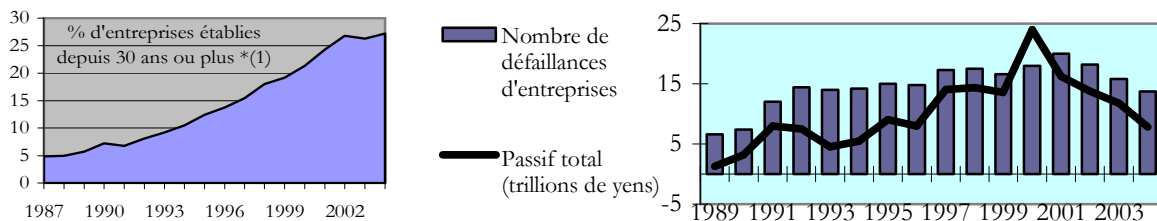
s'explique parce qu'ils comprennent les accidents bancaires. Quant au pic des passifs de 2001, il résulte de plusieurs faillites de mutuelles d'assurances vie de taille moyenne.

Graphique 79 – Japon : Répartition des faillites légales



Source : Takagi [2001], Abe [2004], Prime Minister Cabinet Office, *Structural Reform Evaluation Report – Examination of reform effects on corporations and employment*, Tokyo 2004, <http://www5.cao.go.jp/keizai3/2004/0120structural.pdf>.

Graphique 80 & Graphique 81 – Japon : Le rythme des défaillances



NB : Années budgétaires - Statistiquement, les entreprises de plus de trente ans, sont en moyenne composées à 80% d'entreprises moyennes (passifs entre 1 et 10 milliards d'euros), le reste du contingent étant composé d'unités de taille supérieure principalement. Les données sur les faillites incluent les accidents bancaires. Source : Tokyo Shoko Research ; * Teikoku Databank : *Bankruptcy of long term established businesses : What are the trends ?*, June 2003.

Ces statistiques résonnent bien avec ce qui a été dit plus haut sur le système de banque principale : soit il fonctionne assez bien pour qu'il n'y ait pas de faillite –or nous savons que ce n'est pas vrai–, soit le recours aux procédures de faillite est décourageant –c'est ce qui est prouvé ci-dessous–, et dans ce cas, il n'y a plus qu'une alternative entre la liquidation et le redressement amiable dans le cadre de la relation bancaire, même si celle-ci n'est plus viable. Enfin, ceci aurait conduit à protéger les entreprises de taille conséquente de la faillite, jusqu'à la fin des années 90. Leur gonflement dans les statistiques de faillite résultant à la fois (1) d'une tendance de long terme, une 'normalisation' et (2) de la pression à l'assainissement de secteurs surprotégés et en crise (BTP, immobilier, commerce).

Dans cette approche, le champ des possibilités de négociation entre ayants droit est restreint, et la décision de redressement comme les modalités du plan sont davantage des affaires comptables, menées par des tribunaux très présents et une administration publique spécialisée, disposant d'importantes latitudes de décision, sur l'acceptation de la requête, sur le traitement de l'équipe dirigeante, la nomination des experts et des administrateurs judiciaires, sur les principes directifs de la rédaction du plan puis sa recevabilité, du point de vue des projections de revenus, sur le périmètre des actifs inclus dans la procédure –transactions préférentielles pré-faillites–, etc.

Pour ces raisons, compte-tenu de leur coût et de leur lenteur, les deux lois de restructuration des petites structures sont très peu utilisées⁵⁰⁵, au point que 85% des liquidations se font hors procédure légale, à l'amiable (cf. Encadré 27). La saisie des collatéraux par ces moyens privés a

⁵⁰⁵ La CAPL est pour ainsi dire abandonnée depuis plus de quarante ans, et la *Composition Law*, enregistre depuis vingt-ans 150 cas par an en moyenne, ce qui est très peu.

d'ailleurs été un facteur de développement reconnu des activités de Yakuza, impliquée, au début des années quatre-vingt-dix, dans 23% des cas⁵⁰⁶. Il y a donc une véritable fuite devant la loi. Voyons pourquoi.

- Les caractéristiques techniques suivantes, qu'elles partagent toutes les trois, sont significatives de la difficulté d'utilisation de toutes les procédures légales de redressement au Japon.

Sur l'ouverture des procédures :

(1) L'institution de la faillite traite un défaut de paiement, et non pas un défaut de coordination entre ayants droit, comme le *Chapter 11*. L'insolvabilité doit être patente.

(2) La réglementation impose le versement d'avances au tribunal pour déposer une requête d'ouverture de procédure. Or ces avances sont des montants très élevés, opérées par gel de dépôts, et ont la particularité d'être beaucoup plus fortes pour les procédures de restructuration que pour celles de liquidation, suivant une approche morale de la réduction de dette par voie légale⁵⁰⁷. Cette réglementation a deux inconvénients, sources d'inefficience *ex-ante*. Une PME a rarement les moyens de déboursier ces sommes à ce moment de son existence. Elle contraint aussi l'emprunteur à mettre sa banque au courant de sa démarche. Or ce qui paraît normal pose problème dans un cadre juridique japonais qui ne prévoit pas les implications d'une telle information livrée aux créanciers. Un créancier peut engager une procédure légale concurrente qui lui serait plus favorable, risque d'autant plus à craindre que finalement, les requêtes déposées par les emprunteurs et admises par les tribunaux sont finalement proportionnellement peu nombreuses. Les déclenchements de procédures sont donc plutôt le fait des créanciers. L'information immédiate sur la faillite fait aussi que l'emprunteur est très fragilisé financièrement dans la période intermédiaire entre le dépôt de la requête et la décision d'ouverture ou de rejet par le tribunal (*gap period*), ce qui nous amène au troisième blocage :

(3) Le déclenchement de la suspension des droits des créanciers n'intervient qu'au moment de l'injonction du tribunal –quand il ne rejette pas la requête. Parce qu'elle traite les grands défauts, sur lesquels il existe un grand nombre de créanciers, seule la *Corporate Reorganization Law* dispose d'un mécanisme de suspension automatique des droits (*automatic stay*). Pour les autres

⁵⁰⁶ Ce chiffre a augmenté jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix. Un peu après la faillite des *jusens*, en 1996, des lois ont commencé à être votées pour tenter de réduire ces phénomènes, mais l'essentiel fut fait en 2000 et 2001, quand les lois locatives furent réformées (cf. section 1.1.1.). JEI Report n°25, July 2, 1999 : *Managing Financial Distress in Japan's Business World*, by Arthur J. Alexander).

⁵⁰⁷ Le montant de ces dépôts varie selon la procédure engagée. Au milieu des années quatre-vingt-dix, pour une liquidation, il évoluait, selon la taille de l'entreprise et d'autres paramètres, entre 700 000 et 4 millions de yens. Pour la *Composition Law*, entre 2 et 5 millions de yens et pour la *Corporate Reorganization Law*, entre 10 et 30 millions de yens (JEI Report n°25, July 2, 1999 : *Managing Financial Distress in Japan's Business World*). Ces contraintes ont été supprimées depuis 2000.

entreprises, il s'agit là d'un obstacle rédhibitoire : des emprunteurs dans un état détérioré lancent une requête qui leurs coûte cher, dont la publicité est immédiate, s'exposant ainsi à un risque de ruée sur les actifs ou –puisque'il existe tout de même le principe de retro-action des transferts pré-faillite⁵⁰⁸ –, à un risque d'extinction rapide des sources de financement. Ce problème prend une dimension particulière quand on sait que le statut des financements pendant cette période n'est pas certain⁵⁰⁹ et que le délai d'ouverture d'une procédure pour une PME est de quatre mois en moyenne, et de cinq mois à un an pour une grande entreprise⁵¹⁰.

Sur le cadre de négociation à l'intérieur de la faillite, toutes prévoient :

- (4) L'éviction systématique des dirigeants en principe.
- (5) Le principe d'absolue priorité, qui impose en préalable la réduction à zéro du capital.
- (6) La fixation des majorités qualifiées requises auprès des créanciers pour l'adoption des plans de redressement à des niveaux élevés, pouvant atteindre l'unanimité si dans des cas exceptionnels, le dirigeant est maintenu en place, ce qui, le cas échéant, réduit la procédure légale... à une négociation amiable.
- (7) L'exclusion des créances garanties des procédures et avec interdiction de suspendre les droits associés pendant leur déroulement. Seule la CoRL impose la solidarisation de toutes les créances, pour économiser de la trésorerie dans la gestion de gros défauts impliquant une dette collatéralisée importante. Mais dans ce cas, les majorités requises auprès des créanciers *seniors* sont très élevées.

Ce canevas général, à la fois frustré et très répressif, est emblématique de la compréhension du principe de la faillite au Japon : une faute morale qui doit être sanctionnée comme telle, c'est-à-dire 'punie'. Ni les actionnaires, ni les dirigeants ne sont incités à se mettre sous la protection de la loi des faillites assez tôt en provoquant le défaut⁵¹¹. En particulier, on voit que le cadre de négociation met en exergue le principe d'équité, sans chercher à le balancer avec un critère

⁵⁰⁸ Le tribunal peut inclure les versements effectués par le défaillant entre le dépôt de requête et l'injonction du juge, s'il estime que leurs bénéficiaires n'ont pas observé une attitude responsable ni suivi leurs relations financières habituelles. C'est là un dispositif qui ressemble à celui de rétroaction des transferts préférentiel dans la période pré-faillite, mais différent sur le fond : l'objectif ici étant une sorte de coopération à la stabilité financière jusqu'à la faillite. Cette garantie imprécise et potentielle est donc très hypothétique. Cette incertitude s'accroît avec les incertitudes sur l'ouverture même de la procédure légale de redressement.

⁵⁰⁹ Prioritaire si la requête est acceptée, classique sinon, ce qui représente les deux tiers des cas.

⁵¹⁰ ...la faible expertise des juges et la réticence des tribunaux à recourir à des experts privés aidant !

⁵¹¹ La requête pour l'ouverture d'une procédure de faillite peut être rejetée par le tribunal, la valeur légalement reconnue des collatéraux gonflant l'actif net de l'entreprise, ou la valeur d'exploitation étant jugée trop délabrée. Dans le premier cas, c'est typiquement le cas après l'éclatement d'une bulle immobilière et c'est ce qui a permis à un grand nombre de petits commerces de survivre et d'accumuler encore des dettes avant de tomber effectivement en faillite. Dans le second cas, le tribunal ne réoriente pas la requête sur une procédure légale de liquidation.

d'efficacité au sens de la valorisation des actifs. Puisque la faillite doit être patente et que le capital sera effacé, autant chercher à ternir le plus longtemps possible quitte à liquider des actifs à prix forcés. C'est un encouragement à la prise de risque et une raison objective à la réticence des tribunaux à ouvrir des procédures de faillite : soit les sociétés ne sont pas réellement insolvables et les risques de défaut ne sont qu'anticipés ou jugés 'forcés' –et le juge suppose un effet d'aubaine–, soit elles le sont trop et alors, le tribunal réoriente la procédure vers la liquidation. Avant l'introduction de la nouvelle loi de 1999, les deux tiers des demandes étaient rejetées, contre moins 50% la première année de l'actuelle *Civil Rehabilitation Law* et 20% aujourd'hui⁵¹².

Ces seules caractéristiques du cadre de négociation peuvent expliquer la déchéance *de facto* des deux lois visant les PME et commerçants, indépendamment des obstacles déjà élevés à l'ouverture de la procédure décrits plus haut. D'une part, la réduction à zéro de leur capital signifie leur mort, le commerçant ou entrepreneur ne possédant pas assez de fonds à injecter sous forme de capital social. Ce critère d'équité stricte est donc rédhitoire pour les petites structures économiques. D'autre part, soit le dirigeant est maintenu dans ses fonctions, mais l'unanimité des créanciers est requise (CAPL), soit ces règles sont assouplies⁵¹³ mais en contrepartie le dirigeant est évincé au début de la procédure. Dans les deux cas, l'échec de la procédure est quasiment assuré : soit l'éviction du dirigeant, en ralentissant la procédure de faillite et en rendant difficile la poursuite des affaires, conduit à une dégradation rapide des actifs (*Composition Law*), soit comme le principe de stricte équité implique une dégradation avancée du capital au moment de la faillite, et des sacrifices importants à consentir par les créanciers, l'unanimité est quasiment impossible à atteindre dès lors qu'on entre dans une relation multi-créanciers (CAPL)^{514 515}.

(8) Enfin, le financement de la procédure n'est pas assuré. C'est une des raisons des nombreux échecs des procédures légales de redressement. Ces financements dédiés avaient le même statut que les créances commerciales et les prêts de trésorerie de type découvert bancaire, classés dans les créances classiques prioritaires (*common benefit claims*), venant avant les autres créances financières *junior*, mais après celles collatéralisées et celles contractées auprès des agents publics.

⁵¹² Tomatsu [2003] et NIKKEY Net, *Way to in court rehabilitation*, 21th February 2002.

⁵¹³ Mais une majorité qualifiée est fixée à 75% tout de même !

⁵¹⁴ C'est d'autant plus vrai qu'il n'y a pas de distinction de traitement entre les créances commerciales et les autres. Elles sont donc incluses dans les 100%. A moins que la banque principale du défaillant ne s'engage à reprendre systématiquement toutes les créances commerciales, ce dernier est évincé du marché pendant la procédure de négociation.

⁵¹⁵ La littérature relève que même dans le cas de petites faillites n'incluant qu'une banque, l'unanimité était souvent impossible à atteindre, parce que les créanciers publics, dont le Gouvernement, se révélaient être les plus inflexibles. Cette attitude confortait encore les tribunaux dans leurs critères d'appréciation des décisions d'ouverture et de mise au vote des plans de redressement.

● Relativement aux autres procédures, la CoRL était la plus capable d'aboutir et dans les faits la plus utilisée, pour trois raisons. Prosaïquement, seules les entreprises de taille conséquente peuvent s'accommoder de pareilles lois de faillite. Ensuite, c'est la seule procédure pourvue d'une suspension automatique des droits. Paradoxalement, ce système avait la vertu de débloquent quelquefois des situations épineuses sans aller jusqu'au bout de la procédure : le dépôt d'une requête signifie pour l'entreprise un relâchement temporaire de son étranglement financier et permet d'engager immédiatement des restructurations à marche forcée, le dirigeant étant toujours en activité jusqu'à l'émission de l'ordre du tribunal. Du côté des créanciers, le choc de l'événement légal peut décanter des contentieux sur les clés de partage des pertes, les créanciers appréhendant chacune des issues de la requête : la mainmise du tribunal en cas de succès, la panique des créanciers en cas de refus.

Mais l'envers de la CoRL, c'est une forte présence du tribunal et des administrateurs publics, beaucoup plus interventionnistes que dans les autres procédures⁵¹⁶. Le tribunal doit en effet émettre un jugement sur le respect des critères d'insolvabilité patente pour l'ouverture d'une procédure, de conformité des principes d'évaluation des actifs, de conformité du plan de redressement à la stricte équité et à la pérennité de l'entreprise. Quand au *trustee* nommé par les créanciers, il est sous tutelle des administrateurs judiciaires nommés par le tribunal –souvent des juges– et ne permet pas aux actionnaires d'intervenir beaucoup dans le choix des experts. Pour une entreprise de grande taille, tout ceci consomme beaucoup de temps, car le tribunal juge, mandate –voire conduit– une expertise comptable et une expertise en analyse financière, d'autant plus subjectives que le cadre comptable est imprécis, les marchés financiers peu développés, celui des F&A inexistant, et la situation macroéconomique incertaine. Le système judiciaire n'est pas du tout préparé à cela : les juges de faillite sont peu nombreux, n'ont pas les formations requises⁵¹⁷, et partagent une répugnance à recourir à l'expertise d'un tiers privé, compte-tenu à la fois de l'esprit de la loi, d'un encadrement et d'une indépendance faibles des métiers d'audit et d'expertise comptable⁵¹⁸.

⁵¹⁶ Selon Milhaupt [2001], seulement dix procédures CoRL ont abouti sur la période 1980-90. Takagi & Abe [2003] relèvent par ailleurs que sur les vingt années ayant précédé la révision de la CoRL, le nombre de cas traités annuellement a oscillé entre 4 et 57 et la période de supervision après vote du plan n'a presque jamais été inférieure à 10 ans. Dans sa première année, la CiRL a dépassé les 600 cas traités, dont plusieurs dizaines de grandes entreprises.

⁵¹⁷ Ils n'ont aucune expérience dans le privé, même pendant leur formation, et jusqu'à la réforme en cours des tribunaux, sont généralistes, le passage aux tribunaux de faillite n'étant qu'une étape de leur carrière. Sur le sous-développement de l'appareil judiciaire dans ce domaine, on peut se référer à Milhaupt [2001].

⁵¹⁸ C'est pour cela que ce comportement des tribunaux perdure après l'introduction de la CiRL. L'une des missions de l'IRCJ en 2003 est précisément de les encourager à recourir à la concurrence des experts et administrateurs privés pour accélérer les procédures, au lieu de confier ces tâches à des juges, administrations publiques ou aux listes réduites d'experts. C'est cependant la réforme ultérieure du cadre des professions d'expertise comptable qui permettra d'engager ce changement de mentalités (cf. Encadré 18).

L'un des arguments invoqué jusqu'en 1999 pour expliquer le refus des autorités de mettre en faillite les compagnies d'assurance-vie insolvable était l'absence de lois de faillite praticables. La plupart des assureurs-vie étant des mutuelles, elles n'avaient pas recours à la vieille *Special Corporate Rehabilitation Law* élaborée pour les institutions financières, et la procédure prévue dans le cadre du code des assurances était à la fois lourde (type *Chapter X*) et dangereuse d'un point de vue systémique⁵¹⁹. Dans ces procédures, le critère d'insolvabilité patente était nécessaire et la renégociation des passifs d'assurance (intérêts et réserves constituées) venait en bout de course. Ce n'est qu'en juin 2000 qu'est votée une procédure proche de la *bridge-bank*, connectée à la Banque du Japon pour le financement de trésorerie⁵²⁰. Dans cette procédure, les dirigeants sont évincés mais peuvent bénéficier d'un statut temporaire dans l'équipe dirigeante. Les apports essentiels sont d'avoir retiré le critère d'insolvabilité, trop dangereux, et d'avoir autorisé le tribunal à nommer un administrateur civil –et non un juge–, à prendre possession de l'institution sans restrictions de pouvoir, pour le compte du PPC et de l'Etat, et pour engager sur le champ des restructurations et imposer une révision immédiate des droits des adhérents. Parallèlement, le gel des passifs d'assurance s'applique comme aux créances.

Deux furent néanmoins mises en faillite sous le régime antérieur, *Kiyoei Life* et *Chiyoda Life*, puis reprises par des assureurs-vie étrangers dans des conditions scandaleuses. Les créances commerciales et de trésorerie ne bénéficiant pas d'un statut particulier, et le défaut intervenant en premier sur celles-ci, ce sont leurs détenteurs qui les premiers lancent en 2001 une procédure de faillite. Les assureurs-vie sont contraints de fermer leurs portes, le temps d'obtenir l'injonction de réouverture par le tribunal et l'engagement officiel de la procédure. Cette période de latence durera six mois pour *Kiyoei Life* et un an pour *Chiyoda Life*, imposant donc une dégradation sensible du fonds de commerce, par le préjudice commercial et les coûts fixes associés aux locaux, etc. Pendant ce temps, comme le prévoit la loi, l'organisme de garantie des polices (PPC) fut nommé d'office administrateur judiciaire par le tribunal et proposa une évaluation des actifs sur une base assez conservatrice pour être très inférieure à celle proposée par le *trustee* des créanciers, dominé par les créanciers non-nantis, au premier rang desquels les détenteurs de certificats de financement et de dette subordonnée, en gros contingents. La présence de l'organisme de garantie des dépôts comme administrateur, mais également comme partie prenante, a permis aux créanciers les moins engagés et les plus risqués, dominant le comité des créanciers, de bloquer les procédures de négociation en proposant des contre-évaluations et ce faisant de mettre en porte-à-faux le PPC. Etant en droit de réclamer la liquidation en cas de prolongement excessif de la période de latence, les créanciers ont contraint les autorités à négocier sur une base défavorable la cession des assureurs-vie à des repreneurs se focalisant sur la fourchette basse d'évaluation des actifs fournie par le PPC. Il en a résulté, d'une part, une déduction massive des droits des adhérents et l'adoption d'une clause de partage des pertes faisant porter une charge anormale au PPC, alors que les droits des créanciers furent globalement maintenus. D'autre part, ces abandons de droits furent bien plus importants que les pertes estimées au moment de la faillite, puisqu'il fallut y inclure les pertes liées à la longue période d'inactivité, due à la lenteur de la justice et à la capacité de blocage des créanciers les plus en danger⁵²¹.

⁵¹⁹ Sur la dimension systémique de la crise des assurances-vie japonaises, voir Lacu [2000a]. Le FMI a reconnu cette dimension explicitement et énumère les mêmes canaux de propagation (Häusler [2003]).

⁵²⁰ Dans le schéma de la *bridge bank* (cf. Tableau 5 et Chap. IV-1.1.3.), les dirigeants peuvent en effet être maintenus en place, même s'ils tombent sous la tutelle de l'organisme de garantie des dépôts (DIC), qui y envoie ses représentants, et des inspecteurs de la FSA. Également, l'assainissement commence immédiatement, sans attendre la conclusion du plan. Les dirigeants disposent ainsi de pouvoirs complets sur les actifs. Enfin, le principe d'équité n'est pas appliqué strictement. Les actionnaires sont dépossédés temporairement, mais il n'y a pas de réduction à zéro définitive du capital. Elle n'intervient qu'au moment de la nationalisation définitive, si la FSA ne trouve pas de repreneur acceptable. Dans le cas des mutuelles d'assurance-vie, les droits des adhérents ne sont révisés qu'au moment de la négociation avec un éventuel repreneur.

⁵²¹ Cf. Tableau 13, que l'on peut compléter en indiquant qu'à ces révisions s'adjoint un accord de partage des pertes valable huit ans, suivant une clé de répartition 30% (repreneur)/70% PPC). Voir aussi les notes techniques de la FSA sur la résolution du défaut de *Kiyoei Life* et de *Chiyoda Life*, disponibles sur son site.

- Ce sous-développement du système judiciaire est compréhensible dans une organisation économique où tout est fait pour que les conflits d'intérêt soient résolus au sein du cadre amiable. Dans le système de crédit, la banque principale remplace la procédure légale de faillite, le juge et l'expert indépendant. Quand cette organisation ne fonctionne plus, l'appareil judiciaire devient un goulot d'étranglement –talon d'Achille des procédures orientées *administrative view*– et/ou les lois révèlent leurs coûts élevés d'usage (*non feasibility*). Les deux cas risquent d'accroître les vices de comportement en amont. Au Japon, le délai d'ouverture d'une procédure CoRL, entre cinq mois et un an en moyenne dans les années 90, risquait d'atteindre un pic de un an et demi à deux ans quand en 1998, le *capital crunch* sur les banques a déclenché des faillites en chaîne⁵²².

3.2. L'ouverture des portes de la faillite : la *Civil Rehabilitation Law* de 2000

3.2.1. Le redressement légal pour qui ?⁵²³

- L'ouverture des portes de la faillite commence avec l'entrée en vigueur en 2000 d'une nouvelle procédure légale de restructuration, la *Civil Rehabilitation Law* (CiRL). Cette réforme intervient trois ans plus tôt que prévu par rapport au programme législatif du *Big Bang* financier élaboré par M. Hashimoto en 1996-97. Passée à la Diète dans la précipitation, après la dépression de 1997-98, l'objectif n'est pas de pousser au traitement des gros cas de défaut, mais d'accélérer le traitement des procédures et de prendre en compte le nombre exceptionnellement important des PME en difficulté alors. Pour cela, deux changements sont nécessaires. : (1) élargir et faciliter l'accès à la faillite, pour y accueillir toutes les entreprises en détresse compte-tenu de la dépression –et que les banques sujettes au risque moral pousseront à des prises de risque excessives–, et (2) réduire drastiquement l'implication d'une administration judiciaire surchargée et mal formée. Ces deux points impliquent qu'il faut :

(1) ...Appréhender la faillite comme une institution qui vise non pas seulement à gérer un défaut effectif –impliquant l'insolvabilité patente comme critère d'entrée–, mais d'une manière générale, à résoudre un problème de coordination entre ayants droit (Jackson [1986]). Cet argument du *common pool*, que l'on a déjà présenté, devient le fondement de la nouvelle législation japonaise en matière de faillite à partir de 2000. On a vu plus haut que le *Chapter 11* est la première procédure légale à être pensée sur ces principes nouveaux. Juridiquement, cette refonte au Japon va donc consister à

⁵²² Estimation du Tribunal de Tokyo à l'époque. NIKKEI Weekly 12th avril 1999 "Hopes coming with the new bankruptcy legislation".

⁵²³ Steel [2000] pour une lecture critique de la CiRL, en particulier par rapport au *Chapter 11*. Wagatsuma [2001] pour un rapide état des lieux des lois de faillite existante en 2001. Egalement Nagashima, Ohno & Tsunematsu [2001] et PricewaterhouseCoopers [2001] présentent des descriptifs des lois pour les praticiens sous forme de questions / réponses utiles.

reprendre les trois cas retenus dans le droit américain dans lesquels le recours à la faillite est possible : l'insolvabilité à terme, la crise de liquidité et la spoliation par les *seniors*.

(1-a) '*Insolvency in the bankruptcy sense*' : le pétitionnaire doit prouver l'insolvabilité à terme de l'entreprise, en prouver qu'alors, les actifs seront inférieurs aux passifs. Cette définition étendue de l'insolvabilité permet d'engager une procédure très en amont du défaut et qui, en réduisant les enjeux de restructuration, accroît les chances de conclusion rapide de la procédure. Dans le *Chapter 11* 'version 1978', on associe à cette définition un risque d'effet d'aubaine au bénéfice de l'emprunteur compte-tenu de la position privilégiée du pétitionnaire *insider* dans la procédure, le dirigeant, et d'une règle de hiérarchie relative des ayants droit bénéficiant aux actionnaires. Ce risque, qui diminue quand la liquidité s'élève, est aussi moins important au Japon, parce que comme on va le voir, dans le cas de la CiRL, le dirigeant n'a pas une position aussi privilégiée que dans la procédure américaine.

(1-b) '*Insolvency in the equity –or cash-flow sense–*' : même une entreprise viable aujourd'hui et à terme peut y recourir, si elle rencontre une période de fragilité par manque de liquidité, pour raisons propres, liées à la situation de l'apporteur de fonds ou dues à la conjoncture. L'idée est que cette incertitude à court terme peut rendre certains créanciers assez nerveux pour mettre en danger l'entreprise et provoquer leur retrait. Le risque d'abus par l'emprunteur, dans ce cas, est plutôt faible, car la remise sur le marché d'une entreprise qui s'est mise en faillite et donc, a pénalisé ses créanciers, est toujours délicate.

(1-c) '*Unvoluntary petition argument*' : en dehors de tout problème de solvabilité et même si l'emprunteur n'a pas fait défaut sur une dette *junior*, un créancier *junior* peut déclencher une procédure, quand un *senior* non payé déclenche une saisine, s'il considère que cela va détériorer la valeur de l'actif net. Il bloque ainsi son exercice et force à la discussion entre l'emprunteur, les *seniors* et *juniors*, soit pour prouver la mauvaise foi de l'emprunteur, soit pour trouver une solution de compensation monétaire des garanties.

(2) ...concevoir l'accord de résolution d'une faillite comme la conclusion d'une confrontation entre ayants droit, dans laquelle l'évaluation des états financiers, la négociation du plan et sa validation sont entièrement confiées aux acteurs privés. C'est le principe de la *judicial view*, et qui conduit à réduire l'implication des tribunaux à une supervision éloignée (*light intervention*) : le tribunal ne juge plus sur la qualité du plan, mais seulement le respect de la procédure, jusqu'à l'enregistrement de la réécriture des contrats, certaines étapes pouvant même être validées automatiquement, à défaut de contestation. Cette approche ouverte introduit toutefois un nouveau problème pour les législateurs japonais : un secteur de l'activité judiciaire sous-développé.

Cette approche recherchée par les législateurs japonais explique leur intérêt pour la procédure légale la plus ouverte sur le marché, le *Chapter 11* des Etats-Unis. Le problème est

qu'elle implique un fort niveau de développement des professions juridiques, comptables et de banque d'affaire, parce que la plupart des actes n'étant pas réalisés au tribunal, la qualité de la procédure repose fortement sur l'activité des avocats et experts des parties et en particulier, sur l'intensité de leurs rapports contradictoires. Dans ce souci d'allègement de la procédure, la CiRL prévoit, comme dans le *Chapter 11*, que si l'accord de plan est conclu sans contestation des créanciers, il est réputé applicable immédiatement, sans attendre le passage au tribunal pour validation. Non seulement le tribunal ne juge pas la qualité des plans, mais il ne provoque pas la concurrence sur ce point : au mieux, il l'organise.

Le problème est qu'au Japon, ces professions de la faillite sont peu développées. Ceci rejailit nécessairement sur les délais aux tribunaux et la qualité des procédures. Si l'abandon de l'*administrative-view* réduit immédiatement leur durée, les bénéfices de la nouvelle approche ne peuvent être que progressifs, et dans un environnement japonais caractérisé par le risque moral et le désengagement des créanciers, et par l'opacité des systèmes de gouvernance, ce sous-développement entretient aussi la méfiance des juges et leur crispation à l'égard des ayants droit – en particulier des emprunteurs –, ce qui peut encore allonger les procédures. Pour atténuer ces risques, la procédure de *Civil Rehabilitation* prévoit pour chaque cas la nomination d'un *supervising commissioner*, qui est un spécialiste de la faillite, et le plus souvent un avocat du secteur privé. Il intervient comme un substitut du juge dans le déroulé quotidien de la procédure pour accélérer sa conclusion. Il surveille la qualité de la circulation de l'information, contrôle et valide ses étapes mineures mais aussi le respect du plan voté dans son exécution. Son approbation pour toutes ces étapes permet de limiter les batailles de procédure et d'éventuels détournements. Cet intervenant existe dans le *Chapter 11*, mais avec un mandat réduit et surtout, n'est pas systématique et obligatoire. Il l'est au Japon parce qu'en face du sous-développement de l'appareil judiciaire, les lacunes du cadre comptable et la gouvernance opaque des entreprises japonaises renforcent la réticence des dirigeants et d'une manière générale, des *insiders*, à révéler leurs informations sur l'entreprise. Cet adjuvant ne compense cependant qu'en partie le sous-développement du secteur, parce qu'il ne répond à la rareté et à l'indépendance des professionnels qu'en les contournant. Dans la rédaction du cadre de négociation de la CiRL, il a donc fallu tenir compte à la fois de l'impact du risque de longueurs persistantes sur la construction des rapports de force entre ayants droit, et du risque de détournement de procédure par le manque d'expertise, qui dans l'environnement japonais –risque moral et opacité– porterait plutôt à l'avantage des emprunteurs.

- La CiRL est introduite pour protéger la valeur de *going-concern* des PME défailtantes dans le contexte de dépression macroéconomique de 1998-99. L'inexistence des marchés de cession d'actifs fait que la problématique japonaise ressemble jusqu'ici beaucoup à celle du *Chapter 11*

dans sa version de 1978. C'était alors une procédure élaborée pour les petits défauts dans un contexte de crise et aux prémices de la libéralisation financière. La procédure japonaise reprendra donc le dispositif *Debtor-in-Possession* étudié plus haut et dont l'innovation a consisté à rendre possible la valorisation des actifs dans le respect d'une règle de paiement dure. En même temps, la CiRL n'est pas une procédure dédiée par la loi aux PME⁵²⁴. Comme le *Chapter 11*, elle est ouverte à toutes les entreprises (cf. p.538). Or dans un environnement illiquide, plus l'entreprise est de grande taille et sa dette *senior* élevée, plus le partage de l'information au coeur du jeu de coordination dans la faillite est sensible à l'aléa moral sur les banques, à l'opacité des structures de gouvernance, aux imprécisions du cadre comptable, etc. Le dispositif *Debtor-in-Possession*, qui donne sur le principe un pouvoir d'initiative à l'emprunteur et renforce ses capacités de négociation, doit donc aussi être assorti de précautions. La première est le *supervising commissioner* obligatoire, pour compenser le sous-développement des activités judiciaires. Ce n'est pas la seule.

3.2.2. Adapter le cadre de négociation du *Chapter 11* au contexte japonais⁵²⁵

- Le problème classique d'une procédure intégrant le dispositif *Debtor-in-Possession* est que pour être efficace, elle doit être déclenchée assez tôt, c'est-à-dire avant la dégradation de l'exploitation. Ce jugement ne peut être établi que par les dirigeants et en théorie du moins, les actionnaires. Or ces derniers sont les plus pénalisés par la faillite. Il faut donc leur fournir des incitations.

Lever la contrainte d'annulation totale du capital comme préalable à la négociation, est un premier élément, mais qui ne suffit pas. La période d'exclusivité dont le dirigeant bénéficie et le fait qu'il peut engager immédiatement les restructurations réelles sont faits pour répondre à cela : le plan proposé aux créanciers peut inclure des annulations de dette et une réduction du capital, compensée par de nouvelles injections de fonds propres de la part des actionnaires, qui ne perdent pas la main sur l'entreprise. On retrouve les trois piliers du dispositif *Debtor-in-Possession* : le dirigeant peut rester en place ; il a temporairement l'initiative exclusive du plan ; la règle de priorité est interprétée de manière souple. Tous trois visent explicitement les PME, dont le maintien du dirigeant et des actionnaires sont souvent nécessaires à sa survie et en ce sens, permettent de valoriser le *going-concern* dans le plan.

⁵²⁴ Les procédures antérieures l'étaient, soit aux PME, soit aux grandes entreprises. La conformité à l'esprit de la *judicial view* vient de l'acceptation de la faillite comme une institution du marché. L'approche *common pool* en découle directement et suppose que, bien que légale, un choix de procédure peut exister, en fonction des besoins de *common pool*, et peut être organisé de manière concurrentielle. On y revient en p.546.

⁵²⁵ Steel [2000] pour une lecture critique de la CiRL, en particulier par rapport au *Chapter 11*. Wagatsuma [2001] pour un rapide état des lieux des lois de faillite existante en 2001. Egalement Nagashima, Ohno & Tsunematsu [2001] et PricewaterhouseCoopers [2001] présentent des descriptifs des lois pour les praticiens sous forme de questions / réponses utiles.

Dans le cas du Japon, la question de l'entrée 'trop tardive' en faillite s'est posée de manière abrupte, puisque l'environnement bancaire instable protège des emprunteurs déjà très endettés et dont l'exploitation est dégradée. Manifestement, le souci des législateurs n'était pas la crise bancaire, ni de soutenir la conjoncture macroéconomique en soulageant la contrainte financière par une loi de faillite pro-emprunteur. Ils ne sont donc pas tombés dans les travers de la politique prudentielle bancaire. L'objectif était de créer une règle microéconomique économiquement efficace. Dans l'environnement japonais, cela impliquait d'atténuer dans l'élaboration de la CiRL le caractère *debtor-led* du *Chapter 11*. Celle-ci maintient le dirigeant en place sur le principe et la règle souple de priorité des remboursements, mais ne prévoit pas, contrairement au *Chapter 11*, une période d'exclusivité pour le dirigeant. Ceci limite le risque moral au profit de l'emprunteur quand la procédure est déjà engagée : la négociation reste ouverte et le dirigeant reste dans la partie, mais les créanciers peuvent immédiatement proposer une solution et la voter, ce qui est un moyen de pression important qui remédie en partie à l'opacité de la gouvernance des entreprises japonaises. C'est un argument central que nous retenons pour affirmer que la CiRL est plus équilibrée que le *Chapter 11* version 1978.

En supprimant cette période d'exclusivité, l'emprunteur est moins incité à déclencher précocement la faillite en *ex-ante* et cherche davantage le '*gamble for resurrection*'. C'est pourquoi aucune augmentation de capital ne peut être autorisée sans l'accord des anciens actionnaires. Cette seconde caractéristique est une petite 'carotte' qui s'ajoute à l'assouplissement de la règle de priorité des ayants droit, parce qu'elle renforce la position de ces derniers dans les offres de reprise des actifs, en leur donnant la possibilité d'acquérir une option réelle sur la firme : les pertes immédiates sont compensées par des opportunités de profits futurs, d'autant plus sûres que l'exploitation de la firme est saine et donc, que la procédure aura été déclenchée assez tôt. Ce compromis répond au souci des PME et des grandes entreprises à forte cohérence interne – exploitation saine –, et il permet d'étendre l'attrait de la faillite pour d'autres plus en difficulté sans relâcher la pression des créanciers sur le plan. Mais ce n'est pas suffisant quand les actionnaires sont passifs et que le dirigeant, omnipotent, gère son entreprise dans l'opacité, ce qui est pourtant un problème central des cas de surendettement au cœur de la crise japonaise : la gouvernance.

- L'incitation à entrer tôt dans la faillite dépend aussi de la manière dont est organisée la négociation entre les créanciers *juniors* et *seniors* : les règles de vote et les dispositifs de déblocage. Les majorités qualifiées pour le vote du plan avaient été réduites pour le *Chapter 11*, afin d'accélérer la procédure. Ces majorités sont encore abaissées dans la CiRL, à la majorité absolue des votants et des encours, ce qui est très rare dans le reste du monde. On retrouve l'objectif des législateurs : favoriser une issue rapide à la faillite. Reste à savoir comment cette règle influence la valorisation de l'emprunteur. Dans un contexte bancaire normal, elle renforce la pression sur le dirigeant puisqu'il peut facilement être pris de court par des gros créanciers. Dans le contexte japonais, elle peut cependant permettre à une

banque principale sujette au risque moral et qui se contenterait d'un plan de réduction de dette à *minima* d'imposer cette résolution de faillite aux autres emprunteurs (argument du *pass-through*). Ce risque existe bel et bien compte-tenu des interactions entre d'un côté, la manière dont sont construits les rapports *juniors/seniors* dans la règle de vote et de l'autre, le statut juridique des apports de liquidité qui sont toujours la clé du compromis des premiers avec les seconds, le *DIP financing*.

La CiRL comme le *Chapter 11* sont conçus, au moment de leur introduction, pour traiter les situations pas trop dégradées et de taille modeste, où l'extraction d'information pour déterminer la valeur de *going concern* est aisée. Les créanciers nantis sont exclus, laissant les *juniors* juges de l'initiative, parce que la viabilité du redressement en interne, qui est privilégiée par ces derniers, est rapidement évaluable. Dans les deux cas cependant, ces créanciers *seniors* peuvent être réintroduits si l'emprunteur demande au tribunal la suspension de l'exécution des droits de nantissement, jusqu'au vote du plan de redressement, que celui-ci ne peut refuser si cette saisine menace le fonctionnement de l'entreprise. Si ce droit est accordé, l'emprunteur peut décider de faire défaut sur toutes ces créances, pour soulager son équilibre financier et engager plus facilement les restructurations réelles sans trop dépendre des financements extérieurs. Mais le plan de redressement fait maintenant participer les créanciers seniors directement. Soit ils conservent les garanties, soient ils les abandonnent. Le conflit *juniors/seniors* qui émerge potentiellement est résolu par le *Chapter 11* par la procédure dite de *cram-down* et par la liquidité, l'ensemble permettant d'outrepasser les décisions des seniors tout en respectant strictement leur priorité absolue dans l'ordre des remboursements. D'une manière générale, on a vu que le *Chapter 11* résolvait les gros cas de défaut grâce aux innovations contractuelles liant les dirigeants et surtout, grâce au développement des marchés de cession et des activités de *DIP financing*. Qu'en est-il de la CiRL ?

Les créanciers *seniors* sont souvent réticents à entrer dans les négociations. C'est particulièrement le cas au Japon. Or l'attitude des *seniors* s'y est durcie. Les banques et assurances-vie, qui sont les principaux pourvoyeurs de ce type de financement, sous-pression de la supervision, sont habituellement réticentes à entrer dans des négociations avec les autres créanciers pour ne pas exercer leurs garanties car elles sont pressées de recouvrer leurs créances (Takagi & Abe [2003]). Or il n'y a pas de dispositif de *cram-down* au Japon pour réconcilier les créanciers à horizons différents. Deux solutions peuvent être envisagées. (1) En cas de conflit au début d'une procédure de *Civil Reorganization Law*, les créanciers *seniors* peuvent imposer son reclassement en *Corporate Reorganization Law*, le droit japonais affirmant la supériorité de cette dernière sur la première. Or la CoRL est une procédure de *trustee*, où sans être obligatoire,

l'éviction du dirigeant et l'annulation du capital sont la règle⁵²⁶. Cette menace sur les *insiders* vise ainsi directement une source de conflit fréquente entre les *juniors* et *seniors*, la confiance en le dirigeant⁵²⁷. Elle manque cependant de crédibilité parce qu'elle est à double tranchant : en solidarisant tous les créanciers, elle accroît les risques de perte sur les créances *seniors*, élève les majorités qualifiées –les rendant plus difficiles– et autorise une application souple de la règle de priorité⁵²⁸. La seconde issue (2) est tout simplement que les créanciers seniors avancent eux-mêmes des propositions de plan, ce à quoi ils ne sont pas habitués. L'absence de dispositif *cram-down*, implique que la règle de priorité demeure souple et la majorité qualifiée basse, de sorte qu'elle incite à une 'course au plan', contraignant le dirigeant à coopérer au maximum avec les créanciers *juniors* pour éviter le vote d'un plan trop pro-liquidation. En définitif, la législation fait passer un message intéressant pour notre histoire sur la crise bancaire : le déblocage impose *de facto* aux créanciers *seniors* soit de s'impliquer, soit de se conformer aux intérêts *juniors*. Dans les deux cas, la restructuration réelle peut aller assez loin et éloigne de la faillite les plus détériorées.

Les difficultés de financement de la procédure, qui ne permettent pas la compensation monétaire des garanties et la passivité des seniors, renforcent cette tendance. Non seulement le contexte de liquidité décrit pour les Etats-Unis n'existe pas au Japon, mais le *DIP financing*, qui est devenu presque le nerf du *Chapter 11*, n'y est pas assuré. Ces financements ont un classement *pari-passu* avec les autres dépenses courantes d'administration, ce qui est un progrès par rapport à avant 2000⁵²⁹, mais reste moins favorable que celui de *super-priority* qui lui est accordé dans le cadre du *Chapter 11* américain⁵³⁰. Si on ajoute à cela que les banques japonaises, en manque de fonds propres, sont peu enclines à prendre de tels risques, que les gouvernances sont opaques et que la procédure étant nouvelle, on a une faible connaissance statistique de son comportement, on a *in fine* de réels problèmes de financement de la CiRL, qui en réduisent l'attrait pour les entreprises émettant de la dette collatéralisée. Quand elles sautent le pas, soit leur santé n'est pas trop dégradée, soit elle l'est et dans ce cas, les seniors, qui seront probablement amenés à entrer dans le plan au lieu d'exercer leurs garanties, seront portés à mettre sous forte pression les dirigeants.

⁵²⁶ Il s'agit là de la révision de la loi introduite en 2003.

⁵²⁷ Ces derniers peuvent avancer que le dirigeant surestime la valeur de redressement de la firme pour pousser aux liquidations.

⁵²⁸ Dans l'ancienne version de cette loi, Xu [2004] trouve que, sur un échantillon de 1997 à 2002, les pertes moyennes en principal des créanciers nantis apparaissent dans un cas sur quatre et sont en moyenne de 10%.

⁵²⁹ C'est en soi un progrès par rapport aux lois précédentes, qui n'accordaient à ce type de financement ce statut que sous condition d'acceptation de la requête d'ouverture de procédure par le tribunal. En cas de refus ou de renvoi à une procédure de liquidation, ces financements retrouvaient un statut de dette financière classique et leur pourvoyeur se retrouvait emprisonné dans une relation plus risquée qu'anticipée. C'était un élément du dispositif enserrant les entreprises dans le système de banque principale.

⁵³⁰ L'échappatoire du *DIP financing*, qui dans le *Chapter 11* consiste à pousser à la liquidation d'un maximum d'actifs pour assurer la stabilité des cash-flows –*anti-trust benefit*– fonctionne mal au Japon, parce que l'état du marché de cession impliquerait des cessions à des prix bas qui discréditeraient de telles mesures et ceux qui les décideraient.

3.2.3. Bilan théorique et empirique

...sur l'équilibre de la procédure : le talon d'Achille du *DIP Financing*

- Conformément aux souhaits de ses concepteurs, la CiRL ne convient pas aux entreprises emblématiques de la crise bancaire. Mais elle a un talon d'Achille : celui de son financement. Dans le contexte actuel, relever le rang du *DIP financier*, comme aux Etats-Unis, améliorerait peut-être son efficacité. La finesse de cette loi est d'exaucer l'un des souhaits de la politique prudentielle de la FSA : chercher à impliquer les banques dans la restructuration de leurs clients. Mais cet objectif éloigne certainement un grand nombre d'entreprises de la faillite et durcit leurs conditions de restructuration peut être inutilement. En effet, la rigueur des *DIP financiers* aux Etats-Unis est à la source d'innovations institutionnelles pour pousser à la transparence et c'est cette dynamique que la FSA recherche. Mais c'est probablement trop demander à des banques qui ignorent tout de ce métier bancaire et qui ont une exploitation trop faible et un horizon d'anticipation trop court pour développer rapidement cette nouvelle activité. Ensuite, la '*course au plan*' résultant du traitement des *seniors*, et sur laquelle repose la procédure, est particulièrement sensible à l'aléa moral sur les banques principales (argument du *pass-through*) : ces dernières détiennent à la fois des créances *seniors* et d'importants collatéraux, lesquels, souvent, solidarisent leurs détenteurs dans les conditions floues que l'on sait. En organisant le défaut sur la dette *senior* et en l'intégrant dans la procédure les enjeux financiers de la dette *senior*, la banque principale peut se faire nommer *DIP financier* par les créanciers. Elle y parviendra d'autant plus facilement qu'il existe une faible concurrence et que sujette au risque moral, cette prise de risque ne l'arrête pas. Dans cette position, elle est en mesure de faire passer assez facilement un plan *a minima*, qui ne touche pas aux garanties ni à leurs ambiguïtés, mais se borne à une réduction de la dette *junior* d'autant moins conditionnée par des restructurations que le gros de la dette, celle collatéralisée, est maintenue. C'est exactement le schéma du *Receivership* élaboré pour les gros défauts, où le créancier *senior* majoritaire est aussi le financier de la procédure et par cette position, peut 'acheter' la garantie des *seniors* récalcitrants au lieu de passer un plan de liquidation qui ferait émerger toutes les pertes. Et comme pour le *Receivership*, comme pour le *Chapter 11*, une condition d'efficacité de la faillite, c'est la liquidité, mais dans le marché, c'est-à-dire dans une approche transparente et concurrentielle. Le problème de la liquidité de la procédure est aussi et avant cela, celui de l'organisation de la concurrence dans la faillite.

- Aucune loi de faillite de type *judicial view* ne compense les défaillances de banques sujettes au risque moral. Mais les conditions de *DIP financing* peuvent en atténuer les effets parce que c'est l'opportunité d'introduire de nouveaux créanciers. Et sur ce point, la macroéconomie du Japon permet de valoriser ces opportunités nouvelles beaucoup plus que celle des années trente aux Etats-Unis, alors

caractérisée par une pénurie de liquidité dans le pays et dans le reste du monde. En améliorant le statut de ces financements, on accroîtrait la concurrence et permettrait à des créanciers minoritaires d'intervenir sur le choix du *DIP financier* sinon avant l'entrée des créanciers *seniors* dans la négociation, du moins, dans des conditions permettant davantage de faire apparaître les enjeux sous-jacents d'économie politique.

Ces opportunités peuvent attirer au Japon la liquidité internationale, et le travail des fonds de transition étrangers au Japon (*turnaround funds*) illustre bien cette proposition. Pour contourner ces difficultés, ces fonds rachètent une partie de la dette d'entreprises en difficulté et en mésentente avec leurs banques principales, déclenchent en accord avec le dirigeant une procédure de faillite, dans laquelle ils deviennent *DIP financiers* et négocient un plan de *Debt-Equity-Swap* afin de mieux tenir le dirigeant et d'accaparer l'option réelle en cas de succès. Dans la plupart des cas, les procédures aboutissent à un redressement en interne, avec un minimum de liquidations d'actifs et les créanciers *seniors* n'ont rien à dire, tant la procédure est rapide et n'a pas nécessité de les intégrer dans la négociation. En effet, souvent le fonds rachète une partie des créances nanties (Wright, Kitamura & Oskisson [2003]). Depuis 2001, ces fonds ont plus de difficultés à travailler, dans la mesure où les banques préfèrent traiter leurs créances douteuses en interne ou les vendre par lots (cf. Chap. IV - 4.2.1.) Ils doivent eux-mêmes partir à la pêche aux entreprises en difficulté. Quoi qu'il en soit, ces fonds ne sont pas une solution satisfaisante au problème de rareté du *DIP financing*.

Pour remédier à cela, le Gouvernement a fait voter en octobre 2001⁵³¹ une enveloppe de 100 milliards de yens par an accordée à la *Japan Development Bank* pour que cet organisme public fasse du *DIP financing* et crée en même temps des références de comportements susceptibles d'aider les banques privées à se structurer dans cette nouvelle activité, comme l'*Industrial Revitalization Corp.* en 2003 (cf. ci-dessous) avec les métiers de banque commerciale et de banque d'affaire. Cette initiative permet véritablement de lancer le marché japonais des fonds de transition et du *DIP financing*⁵³². Dans une optique de court/moyen terme visant à restructurer les créances douteuses, cette solution n'est pas très satisfaisante, car elle n'enlève pas le niveau élevé de la prise de risque, pour des banques qui en ce moment, ne veulent surtout pas en prendre de nouveaux, et qui ont des capacités limitées à contrôler ces risques en recourant à l'optique *Debt-Equity-Swap* des fonds.

⁵³¹ Dans le cadre du paquet législatif désigné sous l'appellation *Program to Accelerate Reforms*.

⁵³² La première banque privée à s'être lancée est la banque régionale Miedo Bank puis bien sûr, la *Choko Shukin Bank* (l'équivalent du réseau de la *Banque Populaire* en France) et *Aozora Bank* (ex NCB), première grande banque nationalisée et revendue à des investisseurs étrangers. Les autres ont suivi, à mesure qu'elles avaient restructuré leurs départements de gestion des faillites et liquidations en départements de restructuration des prêts non-performants et en filiales de banques d'affaire. Toutes les grandes banques en font désormais.

...sur le succès empirique de la procédure

- L'introduction de la *Civil Rehabilitation Law* (CiRL) en avril 2000 marque un tournant dans les pratiques japonaises. Il est visible dans les statistiques sur les requêtes. La procédure la plus utilisée auparavant, la *Composition Law*, traitait en moyenne 150 à 200 cas par an dans les années précédant sa suppression, avec une pointe au moment de la dépression de 1998⁵³³. Les experts prévoient que le passage à la CiRL allait faire monter les requêtes à 500 en 2001. Le chiffre est déjà de 551 la première année, évolue autour de 1 000 jusqu'en 2002 puis baisse sensiblement à la faveur de la conjoncture mais en restant trois fois supérieur au maximum atteint dans les années antérieures à 2000 (cf. Graphique 79). Ces seuls chiffres montrent à quel point le changement était nécessaire. La baisse remarquable de la durée des procédures est plus significative encore. La durée des procédures baisse de manière impressionnante. Les cas traités par la *Composition Law* étaient d'une moyenne d'un an⁵³⁴ auquel il fallait ajouter plusieurs mois entre le dépôt et l'acceptation de la requête. Pour la CiRL, ces délais passent respectivement à sept mois et entre 15 et 30 jours, pour un nombre plus grand de cas traités et surtout, un passif moyen multiplié par deux par rapport aux pics d'avant 2000⁵³⁵.

- Le succès du *Chapter 11* auprès des grandes entreprises était assez inattendu. Il l'était moins au Japon, compte-tenu de l'incurie des autres lois. La montée en puissance des gros défauts (cf. Encadré 27) se concentre fortement dans les enregistrements en CiRL⁵³⁶. En 2002, avant les innovations de 2003 en matière de faillite que l'on voit plus bas, ces cas CiRL représentent 4% des défaillances d'entreprises, mais 33,4% du total des passifs. Enfin, l'écrasante majorité des cas est déclenchée par les emprunteurs. Si ce dernier point n'est pas très surprenant, et si les autorités se féliciteront de ce succès, le boom des déclarations dès 2000 leur fait craindre d'avoir voté une loi trop pro-emprunteur. Cette peur est nourrie par deux éléments : l'état lamentable des entreprises quand elles déclenchent la faillite, et donc le caractère potentiellement opportuniste d'une loi qui n'est pas faite pour cela⁵³⁷, et le fait qu'en même temps, les plus gros cas

⁵³³ La *Corporate Arrangement Law* n'en traitait pas plus d'une dizaine. Autant dire qu'elle était tombée en désuétude. Quand à la procédure pour les grandes entreprises (*Corporate Reorganisation Law*), les chiffres varient entre 10 et un plafond de 50 sur longue période, avec une déshérence après la bulle, puisque pour une période de crise, la moyenne est de moins de vingt sur les années quatre-vingt-dix. Ils ont encore baissé dès l'introduction de la CiRL.

⁵³⁴ De l'acceptation de la requête à la conclusion du plan.

⁵³⁵ Le synopsis des lois de faillites (cf. Tableau 13) indique un objectif officiel de réduction à six mois, qui a été atteint en 2004. Quand à la période pré-faillite (dite *gap period*), elle est inférieure à trois semaines en moyenne depuis 2003 (source : Prime Minister Cabinet Office, *Structural Reform Evaluation Report – Examination of reform effects on corporations and employment*, Tokyo 2004)

⁵³⁶ Abe [2004] précise que le nombre de sociétés listées passant par la *Composition Law* puis la CiRL passe de 4-5 en 1999-2000 à 13 en 2003 et 15 en 2004.

⁵³⁷ L'écart-type des durées de restructuration légales est de cinq mois. Si les procédures pour les PME peuvent durer moins de deux mois, les observations statistiques indiquent des grosses difficultés de négociation pour certaines de taille plus importante, dans les secteurs traditionnels où la dette senior est importante (distribution et BTP surtout).

d'entreprises en difficulté continuent de résister aux restructurations. La FSA constate en effet par ses inspections leur notation surévaluée par les banques et la poursuite des pratiques de réductions de dette mal conditionnées (voir Chap. IV – 3.1.1.). La procédure représente donc une avancée majeure et a bien rempli son rôle : rendre la faillite possible, et ses concepteurs ont pris soin de réduire son caractère trop pro-emprunteur pour l'adapter à l'environnement japonais, mais avec pour conséquence qu'elle n'a pas permis de contraindre à la restructuration les cas d'insolvabilité emblématiques de la crise. Comme dans les années trente aux Etats-Unis, où la codification du *Receivership* n'a pas permis de dépasser les tensions contradictoires dans le traitement des gros défauts, entre la rareté de la liquidité et le souci de préserver l'actif, au Japon, une procédure légale de restructuration, même très bien conçue, ne peut pas amener à la restructuration des entreprises dont la survie est protégée par une norme de solvabilité relâchée.

3.3. Première phase de tâtonnement après l'ouverture des portes de la faillite : comment améliorer la CiRL sans resserrer la norme de solvabilité ?

- La *Civil Rehabilitation Law* a rempli son premier objectif –ouvrir les portes de la faillite– en éloignant les cas les plus emblématiques de la crise, et pour lesquels elle n'est pas faite. En même temps, aucune loi de faillite fondée sur la négociation privée du plan ne peut s'opposer à l'instabilité du crédit à la place de la politique prudentielle. La CiRL y est exposée. Quoique bien conçue, la rareté du *DIP financing*, due à la crise mais aussi entretenue par son statut juridique, accentue ces risques. D'une manière générale, les concepteurs d'une loi de faillite ne savent jamais très bien comment celle-ci va être utilisée au moment où ils l'élaborent. Un tel événement enclenche toujours une série d'ajustements connexes. L'introduction de la CiRL n'y fait pas exception. Cette courte section présente ceux entrepris après cette ouverture des portes de la faillite, pour compenser les conséquences d'une norme de solvabilité relâchée sur l'utilisation d'une procédure jugée trop pro-emprunteur. Ils cherchent à régler directement en aval trois conséquences de la règle de paiement molle : la survie d'une gouvernance opaque des entreprises, les annulations de dette mal conditionnées et les fenêtres d'arbitrage de règles dans le traitement prudentiel des créances douteuses. Ces ajustements forment la première phase du tâtonnement institutionnel du gouvernement japonais, qui s'étale de 2000 jusqu'à l'ouverture de la seconde phase en 2003.
- La sanction immédiate des actionnaires qu'implique le durcissement des droits de la propriété appelle nécessairement à une refonte des relations entre ceux-ci et les dirigeants qu'ils mandatent, pour contrôler davantage leurs actes. Comme dans un jeu de poupées russes, l'ouverture des portes de la faillite permet de découvrir que derrière la crise du modèle bancaire, il y a la crise du modèle de gouvernance des entreprises : les difficultés de coordination entre ayants droits ne tiennent pas seulement à la norme de solvabilité molle et aux incertitudes sur le périmètre et la capacité d'exécution du droit des contrats, mais aussi à la capacité des dirigeants à pratiquer la

rétenion d'information grâce aux structures de gouvernance traditionnelles. Ces structures doivent logiquement s'adapter aux nouvelles règles si la norme de solvabilité est durcie. Mais si celle-ci est durcie, des entreprises peuvent être liquidées, ce que ne veut pas le Gouvernement japonais. D'un autre côté, il veut aussi répondre au risque de *pass-through*, inhérent à la *course au plan* sur laquelle la procédure CiRL repose (cf. p.536). Ce risque, qui s'appuie en partie sur la passivité des créanciers, peut être réduit si le dirigeant est incité à livrer davantage d'informations avant la faillite. C'était en tout cas le pari du gouvernement japonais quand il introduit en février 2000 une **procédure de conciliation** (*Debt Adjustment Process - DAP*) parallèlement à la CiRL. Ce dispositif de conciliation aura un très faible succès, puisque de son introduction et la création de l'IRCJ en avril 2003, seulement huit cas sont traités et aboutissent. Mais pourquoi cet échec ?

En cas de relations amiables conflictuelles, un magistrat peut être appelé pour donner son interprétation de la manière dont la loi aplanirait le conflit, interprétation non contraignante d'un intermédiaire neutre qui, si cette négociation à l'ombre de la loi n'aboutit pas, pourrait devenir le juge de faillite. La DAP doit ainsi permettre de faire émerger un discours commun entre les créanciers sur la question du dirigeant, et d'alerter les actionnaires principaux, sans discuter de front des sacrifices financiers à accepter pour sauver l'entreprise⁵³⁸. Son objectif est donc de fragiliser le dirigeant, pour assurer la viabilité à terme des plans de restructuration et minimiser l'ampleur des sacrifices des créanciers. Et pour cela, le conciliateur peut imposer une suspension temporaire des droits des créanciers. C'est en fait le seul élément qui distingue la DAP d'une simple procédure de conciliation. Mais il est de taille et en change le caractère car en cas d'échec, la levée de cette suspension impose *de facto* le déclenchement d'une procédure de faillite. Son échec résulte de ce qu'elle s'appuie sur le talon d'Achille du système judiciaire japonais –des tribunaux mal préparés et des professions connexes mal encadrées, d'où le risque de déclencher des suspensions de droits d'une durée incontrôlable– et qu'elle suppose un minimum de contrôle actionnarial sur les dirigeants qui dépasse encore celui des grandes entreprises à l'actionnariat fragmenté et où les Conseils d'Administration sont monopolisés par les anciens cadres dirigeants.

- Pour accroître l'efficacité de la CiRL sans resserrer la norme de solvabilité, le deuxième ajustement entrepris en aval de cette norme est de **durcir les conditions d'annulation de la dette**. Une loi est votée en avril 2000, en adjuvant à la *Civil Rehabilitation*, qui durcit des peines pour fraudes et surtout, introduit dans le droit japonais la pénalisation des fautes de gestion des dirigeants d'entreprise. C'est toujours le même objectif qu'au dessus : responsabiliser les

⁵³⁸ Le conciliateur peut le cas échéant casser le comportement d'aveuglement au désastre des créanciers quand le système de banque principale entretient des ambiguïtés sur le périmètre exact de leurs droits (cf. p.479).

dirigeants et créanciers. Mais ici, le principe n'est pas répressif *ex-post*, mais incitatif *ex-ante*, suivant une approche pragmatique similaire à celle qui sera utilisée deux ans plus tard pour les banques : *on ne veut pas savoir d'où viennent les pertes, mais comment vont évoluer les profits*. Du côté des créanciers, les annulations de dette sont fiscalement traitées comme un provisionnement exceptionnel seulement si dans un plan prévu sous la *CiRL*, elles permettent de limiter les pertes à un niveau moindre que ce qu'elles seraient en cas de liquidation... Compte-tenu des conditions de liquidation au Japon à l'époque, et compte-tenu de la marge d'appréciation personnelle que permet l'absence de marché secondaire liquide, cette contrainte n'est pas difficile à respecter. Surtout, elle ne s'attaque pas à la source de blocage aux restructurations réelles.

Les deux autres mesures sont plus efficaces. D'une part, les banques sont contraintes de provisionner l'ensemble des pertes induites par l'abandon de créances au moment où le programme de restructuration est engagé, et non à mesure qu'il se déroule. Le coût immédiat en fonds propres pour les banquiers les oblige à davantage se justifier en interne auprès des directions, et limite l'aveuglement au désastre que ces pratiques d'étalement des pertes entretenaient. D'autre part, le dirigeant de l'entreprise est personnellement responsabilisé sur la rentabilité d'exploitation en cas de défaut futur. Le message de la *CiRL*, clarifié, répond par la loi à la passivité des créanciers : le dirigeant a droit à une chance seulement. La faillite impliquera son éviction et une implication forte des créanciers, réduisant au silence les actionnaires.

• Des ***réformes plus discrètes du cadre fiscal des restructurations de dette*** sont introduites juste avant la seconde phase de tâtonnement d'avril 2003, qui ont une importance stratégique et qui seront, indirectement mais bien réellement, une des principales raisons de l'attrait de la procédure de l'IRCJ introduite juste après.

Avant avril 2003, les entreprises surendettées hésitaient à demander des annulations de créances à cause des conséquences fiscales pour elles. Ces opérations sont en effet comptabilisées comme des profits courants, donc frappés pleinement par la fiscalité sur les bénéfices. La réduction de dette doit rester inférieure aux pertes courantes, sinon le coût généré par l'impôt doit être anticipé et son montant inclus dans l'encours des annulations de dette effectives⁵³⁹. La conjonction des dispositifs fiscal et prudentiel, permettant à la banque de reclasser avantageusement l'entreprise et donc d'économiser du capital, favorisait les stratégies de court terme. On pensait que cette méthode, au départ, constituait un rempart aux abus d'annulation inconditionnelle potentiels dans la *CiRL* et une juste compensation de l'injection de fonds publics dans les banques... raisonnement irrationnel mais argument politiquement efficace... et utilisé. La révision de

⁵³⁹ Ainsi, pour annuler effectivement 80, la banque annule 100 et l'entreprise paie 20 d'impôts.

L'*Industrial Revitalization Law* de 2003 revient dessus en supprimant le plafond de défiscalisation des pertes de valeur pour tous les actifs d'entreprises, que ce soient les annulations de dettes (dette = actif négatif) ou le capital fixe et les stocks... mais seulement dans le cadre des procédures de faillite. Même si la procédure aboutit à un accord d'annulation mal conditionné, le passage par la faillite impose une redéfinition cette fois-ci explicite des responsabilités futures des parties. Il s'agit de déraciner le SBP. Surtout, l'opération est incluse dans les statistiques surveillées par la FSA sur les objectifs bancaires de réduction des renouvellements de créances douteuses.

Encadré 29 – Les *Debt-Equity-Swap* au Japon

• Les *Debt-Equity-Swap* (DES) comme les méthodes de concertation dites à l'ombre de la loi tel le *pre-package-filing*, susceptibles d'enrichir les outils de négociation à la disposition des acteurs privés et de faciliter le travail des tribunaux, ont trouvé un regain d'intérêt aux yeux des autorités japonaises depuis l'ouverture des portes de la faillite. L'autorisation des DES, prévue depuis le *Big-Bang*, est effective en 1999. Ils permettent une réduction drastique du levier d'endettement en remplaçant la dette par ce qu'il y a de plus rare en période de crise, des fonds propres, d'où une réouverture rapide des financements. Les autorités y étaient réticentes parce qu'elles le voyaient comme un moyen d'éviter la restructuration des actifs par une annulation de dettes sans contrepartie réelle, puisque effectuée dans un modèle de gouvernance où l'actionnariat est ordinairement passif et fractionné. Pour créer une pression supplémentaire sur les nouveaux actionnaires, elles refusaient un taux de conversion dette/actions de 1/1, rendant le recours à cette pratique réhibitoire. Au-delà de cet obstacle, les réticences des créanciers banques et assurances-vie sont entretenues par la rareté des marchés secondaires, car l'acquisition d'actions, qui implique des coûts en fonds propres, n'est une prise de risque acceptable au moment de l'opération pour ces institutions généralistes que s'il est possible de les céder rapidement. Les banques et assurances-vie, qui ont besoin de traiter leurs créances douteuses, peuvent contourner cet obstacle en se spécialisant. Elles ont ainsi créé des fonds spécialisés pour les y loger : soit des OPCVM pour les titriser –mais le marché est peu développé–, soit des *joint-ventures* avec d'autres investisseurs pour partager le risque sans perdre le fonds de commerce. Cette dernière solution est la plus répandue, mais les deux sont aujourd'hui utilisées au Japon. Dans les deux cas : il faut sortir ces actifs du réseau, les externaliser, ce qui revient à distinguer davantage les métiers de banque d'affaire et de banque commerciale, cette dernière étant ramenée à une relation à l'acte. Du point de vue réglementaire, deux verrous légaux restreignaient le développement de ces pratiques.

Le premier tenait à l'incertitude juridique sur le taux de conversion autorisé (Takagi [2004] & Tomoo [2004]). Jusqu'en 2000, la jurisprudence refusait les conversions au taux de 1 pour 1. Or à un taux plus faible, le créancier nouvellement actionnaire est propriétaire d'une entreprise peu capitalisée et doit ajouter des fonds propres. Autrement dit, plus la dette de l'entreprise est lourde, moins il y a d'intérêt à recourir au DES dans ces conditions. Depuis 2000, le Tribunal de Tokyo applique une jurisprudence en faveur d'une conversion au pair. Sa décision a fait boule de neige, d'abord à Osaka, puis dans la plupart des grands tribunaux, rappelant à quels préjugés peuvent tenir des coutumes. Ce changement incite le créancier à y recourir car il ne comptabilise plus qu'une partie réduite des pertes tandis qu'il acquiert une entreprise beaucoup plus solide, qui lui permet de bénéficier au maximum de l'option réelle.

Le second était la possibilité de détention d'actions par leurs principaux créanciers, les banques. Ce n'est pas la réglementation plafonnant la taille du portefeuille d'actions des banques qui pose problème, mais celle imposant un plafond de 5% à la participation d'une banque dans le capital d'une entreprise. Pour contourner cette loi, les dettes sont souvent converties en actions à dividende prioritaire (ADP). Mais ces titres sont encore moins liquides parce que la conversion ultérieure en actions ordinaires est difficile. Ils ont aussi l'inconvénient d'entretenir un modèle de gouvernance traditionnel d'actionnariat passif, car en réduisant les droits de vote associés, ils donnent les mains libres au dirigeant à un moment où la pression sur lui devrait s'intensifier. L'abrogation de cette règle, à l'occasion de la révision du code d'activité bancaire et de la loi anti-monopole, déclenche une multiplication des DES (Wight & alii [1993]).

● Une seconde envolée interviendra en 2003, à l'occasion du vote de l'*Industrial Revitalization Law*. Une annulation de créance est comptabilisée, pour une entreprise, comme une perte négative. Si celle-ci est imposée comme un revenu courant, une partie de l'effort de réduction de dette va en fait à l'Etat. En levant le plafond des défiscalisations de ces *pertes négatives*, il est désormais possible d'appliquer le DES aux sociétés fortement endettées sur une portion importante de cette dette, permettant d'entrevoir par cette restructuration un vrai 'nouveau départ' pour l'emprunteur. Depuis 2003, les opérations de DES croissent en nombre, mais à partir d'un chiffre bas. Il y en a 46 répertoriées en 2004, pour 911 milliards de yens. Ces opérations impliquent davantage les créanciers dans les restructurations, de sorte que les banques, en manque de fonds propres et de capacités de traitement, y demeurent réticentes. Autre élément significatif : parmi les plus grosses opérations, l'IRCJ est très présente et dans toutes celles qu'elle conduit, les banques n'acceptent jamais d'y participer⁵⁴⁰.

4. Le durcissement de la règle de paiement et la fin de la banque principale

Introduction à la seconde phase de tâtonnement (FY2003-06) : gouvernance et liquidité, les deux bouts du fil noué de la résolution de la crise financière

● On a vu jusqu'ici que la procédure de *Civil Rehabilitation* introduite en 2000 ne convenait pas, dans sa conception, au traitement des cas d'insolvabilité emblématiques de la crise. Ils correspondent à un surendettement massif avec d'importants collatéraux, nécessitant un financement de la procédure conséquent et qui est justement son talon d'Achille. Quand la norme de solvabilité est relâchée, le risque de liquidation massive devient un risque de restructuration *a minima*, de *pass through*, qui s'apparente à un détournement de l'objet de la restructuration légale. Le risque est d'autant plus important que ces entreprises ont une exploitation dégradée, qui disqualifie en principe le recours à la procédure mais qui est masquée par une gouvernance opaque et une norme bancaire relâchée : le créancier le plus engagé, la banque principale, cherche ainsi à entretenir ces pratiques parce qu'elles participent à la construction du modèle traditionnel de relation bancaire. Dans un environnement prudentiel stabilisé, celles qui seraient susceptibles d'échapper au démantèlement ne sont pas pour autant engagées dans la restructuration parce que leurs dirigeants parviennent à se maintenir en place alors qu'ils sont incapables de donner une valeur de *going-concern* à l'entreprise. On est donc au croisement de deux problèmes, le financement et la pression sur le dirigeant dans la procédure. Aux *Etats-Unis*, on rencontre les mêmes problèmes dans le *Chapter 11*, mais le *DIP financier* y répond assez bien par des innovations institutionnelles et en s'appuyant sur un marché de cession liquide. Au Japon, ces deux problèmes se doublent d'un troisième : la préoccupation des autorités de maintenir en vie ces entreprises, préoccupation qui explique aussi les hésitations constantes de la politique prudentielle bancaire et

⁵⁴⁰Cf. section 4.2.2. et le rapport de *Teikoku Databank* : http://www.tdb.co.jp/english/news_reports/w0502.html.

qui, en introduisant une dimension macro dans une institution microéconomique –la règle de faillite–, produit un aléa moral sur l’offre bancaire. Cet argument du *too-big-to-fail* s’ajoute aux deux autres pour écarter de la liquidation les entreprises qui minent les comptes des banques et par conséquent, pour alléger les pressions à la restructuration. Après l’ouverture des portes de la faillite en 2000, les autorités s’engagent dans une première phase de tâtonnement réglementaire, dans le but de réconcilier les deux objectifs de préservation de l’actif et de stabilisation des comportements. Elles cherchent à compenser la norme de paiement relâchée en incitant les créanciers à entrer activement dans les négociations et surtout, en organisant une pression plus forte et plus ciblée sur le dirigeant. Le pari est qu’en poussant à l’ouverture des systèmes de gouvernance, une meilleure circulation de l’information inciterait davantage d’entreprises à engager les restructurations nécessaires, sans en venir à une normalisation immédiate du cadre prudentiel, qui provoquerait leur démantèlement immédiat. L’idée est donc de donner le temps tout en faisant comprendre que ce délai d’ajustement est la dernière chance de survie qui leur est donnée. Cette stratégie, qui souffre du même problème de crédibilité que celle appliquée à la stabilisation bancaire, ne pouvait pas donner les résultats escomptés. Elle achoppe sur deux obstacles qui se confortent mutuellement : le passif trop lourd des autorités dans la gestion de la crise et la forte résistance du modèle de gouvernance antérieur⁵⁴¹. L’ouverture des portes de la faillite a ainsi mis au premier plan un débat jusqu’alors obscurci sur la gouvernance des entreprises : à la redéfinition des droits de propriétés sont indissociablement attachés des enjeux informationnels.

- C’est sur ce constat que s’ouvre la seconde phase de tâtonnement institutionnel en 2003. Elle vise cette fois-ci explicitement à en finir avec l’économie politique des années de crise, en abattant le modèle de gouvernance japonais et son corollaire, le système de banque principale.

La révision complète du Code du Commerce et du Plan comptable d’entreprise, ouverte en 2003, est lancée avec pour objectif de créer l’assise juridique de la réforme du modèle de gouvernance⁵⁴². Bornons-nous à citer les grandes étapes de la réforme. Il y a d’abord un amendement au Code du Commerce d’avril 2003, qui fonde les bases juridiques d’une

⁵⁴¹ Sur les 4 893 demandes d’ouverture de procédure CiRL adressées aux tribunaux jusqu’en janvier 2005, 12% n’aboutissent pas, soit par annulation de la part des requérants, soit par refus du tribunal. Dans ce dernier cas, le refus n’est pas motivé par l’état financier de l’entreprise –le tribunal ne se prononce plus sur ce point–, mais par l’insuffisance des informations comptables apportées au juge par l’emprunteur et qui, remises aux ayants droit, servent à faciliter dès le départ la négociation.

⁵⁴² La réforme du cadre des activités d’audit et d’expertise-comptable, qui complète ce travail (cf. Encadré 18) et qui s’est avérée cruciale pour durcir la norme de solvabilité bancaire, produit le même effet sur les entreprises en améliorant les conditions d’évaluation de leurs actifs.

organisation des conseils d'administration en *Committee System* à l'anglo-saxonne⁵⁴³. Ce système n'est pas rendu obligatoire mais en le rendant possible, les sociétés cotées et travaillant à l'international sont incitées à s'en rapprocher. D'autres ajustements sur 2003 et 2004 renforcent le pouvoir d'initiative des conseils d'administration⁵⁴⁴. Comme pour les banques, la paralysie de cet organe conférait par défaut aux dirigeants des pouvoirs étendus et une très large autonomie, à la source de la déresponsabilisation implicite des actionnaires et des difficultés à définir la notion d'équité en cas de défaut. La vague de renouvellement des équipes dirigeantes des grandes entreprises intervenue en FY2004 et qui a permis leur rajeunissement, en est une conséquence directe⁵⁴⁵. Ces réformes qui jusqu'à alors étaient principalement destinées aux grandes entreprises ont été étendues aux PME en FY2006. Elles ont également permis d'introduire dans le droit japonais deux innovations contractuelles anglo-saxones, désignées sous les anglicismes de *golden-shares* et *poison-pills*⁵⁴⁶. Elles sont cassées par le passage à la faillite, mais dans un cadre amiable de renégociation de dette, elles renforcent la position du dirigeant –et probablement des actionnaires–. Ces changements sont aujourd'hui surtout motivés par l'inquiétude devant les risques de reprises à tout va de sociétés japonaises par des investisseurs étrangers et pour le moment ne regardent pas le débat sur la faillite. Ce sera toutefois le cas à terme. Ils montrent en tout cas que dès que la boîte de Pandore du modèle japonais est ouverte, le fil des ajustements institutionnels se déroule pour converger vers un modèle libéral ancré sur la valeur actionnariale.

● ***Ce mouvement de convergence atteint aussi les questions bancaires et de lois de faillite, deux champs qui étaient totalement dissociés jusqu'en 2003***, à travers la révision de la *Corporate Reorganization Law* (CoRL) en avril 2003, et de manière concomitante, la création de

⁵⁴³ Elle consiste à (1) organiser le conseil d'administration (CA) en au moins trois comités dédiés (audit, nominations, rémunération des dirigeants), chacun comprenant au moins trois directeurs extérieurs, qui doivent aussi représenter la majorité du comité. Les choix dans chaque domaine sont alors à la fois plus responsabilisés et l'indépendance du CA vis-à-vis du PDG est renforcée, au lieu d'une responsabilité collective du CA, d'autant plus diffuse qu'il était pléthorique et composé massivement d'anciens cadres ou représentants de partenaires commerciaux ; (2) mettre l'audit interne sous la seule responsabilité du Comité d'audit, alors qu'avant il s'en référait en partie au dirigeant (3) transférer au CA une partie des décisions qui doivent être prises normalement en assemblée générale des actionnaires (AG) pour ajuster ses capacités d'initiative à ses responsabilités accrues.

⁵⁴⁴ Il s'agit surtout d'un ajustement sur les pratiques anglo-saxonnes, En particulier, on relève que par ces réformes du Code du Commerce, (1) les dirigeants sont autorisés à engager des F&A avec seulement l'accord du CA sans l'avis des actionnaires, dans les opérations de redressement d'entreprise (*simple M&A rule*), quand l'actif net tombe sous la barre de 20% du bilan, au lieu de 5% auparavant ; (2) l'AG est autorisée à définir elle-même la durée d'un mandat d'un ou des membres du CA, au lieu de se conformer à la loi et aux statuts d'origine (applicable FY2005). Pour une évolution du modèle de *stakeholder* japonais jusqu'en 2004 au regard de ces réformes, voir Araki [2005].

⁵⁴⁵ NIKKEI Net : *New presidents face daunting tasks at juncture in corp. history*, july 4th 2005.

⁵⁴⁶ Les premières donnent à leurs actionnaires détenteurs des droits de veto dans les décisions d'assemblée générale, comme sur les rapprochements. Sans limiter la capacité d'initiative du conseil d'administration, elles permettent de donner une forme explicite à la notion d'*insider*, importante dans les renégociations de dette. Les secondes consistent à bloquer temporairement la composition du conseil d'administration en instaurant un rythme de renouvellement partiel de ses membres les plus indépendants –les *external directors*– de sorte qu'en cas de reprise de la société ou de pression des créanciers sur les actionnaires, le dirigeant a plus de chances de conserver son poste.

Industrial Revitalization Corp. (IRCJ), que l'on peut voir comme le point d'orgue de cette seconde phase de tâtonnement. En organisant l'implication directe et publique des autorités dans l'économie politique des restructurations d'entreprises, elles montrent leur volonté de liquider leur lourd passif en matière prudentielle et ainsi, acquérir la crédibilité nécessaire à la stratégie de la dernière chance dont les banques et les emprunteurs les plus instables bénéficient. C'est de ces deux réformes qu'il est question ici.

- La révision de la CoRL (section 4.1.) introduit une approche plus radicale de la restructuration légale pour répondre aux problèmes informationnels posés par la CiRL, en excluant systématiquement le dirigeant de la faillite et en introduisant dans le même temps les *seniors* dans la procédure pour créer une pression maximale sur les actionnaires. Cette révision, prévue dès le *Big-Bang* de 1996-97 mais reconfigurée dans une approche plus *creditor-led* que dans le projet initial⁵⁴⁷, durcit la menace de démembrement vis-à-vis d'emprunteurs qui rechigneraient à se placer sous la CiRL. Cette approche ancre aussi l'orientation libérale du gouvernement japonais : pour améliorer l'efficacité de la faillite et éviter les liquidations en ces temps de crise, le développement des marchés de cession devient urgent. Enfin et surtout, l'*IRCJ* (section 4.2.), mise en activité en avril 2003, symbolise la convergence de la politique bancaire –traiter les cas d'insolvabilité emblématiques dont les banques ne viennent pas à bout– avec la problématique du droit des faillites –en proposant un cadre de négociation à l'ombre de la loi–, l'orientation libérale de l'économie et la promotion de la logique actionnariale –en s'appuyant sur les marchés pour élaborer les solutions de restructuration–. L'*IRCJ* accompagne en cela l'effort de la structure de cantonnement des créances douteuses des banques –la RCC– pour faire ce que le marché ne peut faire seul : créer des usages nouveaux en matière de restructuration pour organiser un marché de cession et développer sa liquidité. Derrière cela, il y a l'idée explicitement formulée de servir de sas de passage aux acteurs les plus fragiles qui devraient disparaître dans la transition de régime, et de refermer derrière elle les portes de ce sas, en enterrant le système de banque principale au niveau des relations de crédit, comme la FSA l'a fait au niveau des structures de gouvernance et des modèles de risque des banques, au bénéfice d'un nouveau modèle de relation de crédit de type anglo-saxon. En cela, cette institution est véritablement le point d'achèvement du tâtonnement institutionnel sur les lois de faillite. Devant cela, il y a la leçon tirée du *Chapter 11* aux Etats-Unis : la dynamique du marché de cession engagée, l'efficacité des procédures de faillite s'élèvera d'elle-même et permettra d'aboutir à ce qu'il fallait faire dès le début de la libéralisation financière : durcir les droits de propriété.

4.1. La concurrence entre procédures de faillite pour impliquer davantage les créanciers dans les restructurations⁵⁴⁸

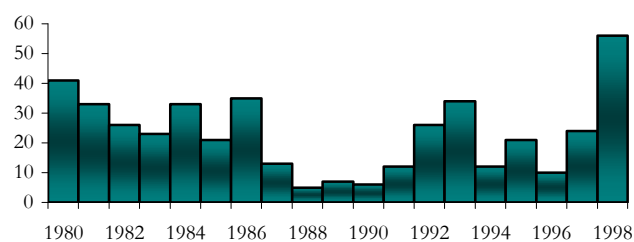
- Nous avons déjà eu l'occasion de dire que conformément à la justification *common pool* de la faillite, le bien public qu'est cette loi n'empêche pas qu'il puisse exister une concurrence entre procédures légales de redressement. La plus à même de répondre à l'objectif d'efficacité du marché concurrentiel est alors sélectionnée rationnellement, conformément à une approche darwinienne de survie des procédures. Ce raisonnement, mis en avant par les économistes de la

⁵⁴⁷ JEI Report n° February 5th 1999 et June 9th 2000.

⁵⁴⁸ Outre les références déjà citées exposant le contenu des lois de faillite japonaises, on peut se reporter à Takagi & Abe [2003], qui s'attachent exclusivement à la CoRL.

lignée *Law & Economics* et typique d'observateurs vivant dans des pays de *common law*, s'appuie sur l'idée que les lois de faillite s'adaptent aux innovations parce que les pratiques de renégociation à l'ombre de la loi sont productrices de jurisprudence et de droits nouveaux : ceci fonde en théorie le principe positif de la concurrence des procédures légales. Pour être valide, ce raisonnement suppose toutefois que le marché dans lesquels ces procédures s'insèrent et qu'elles structurent est liquide, et que les lois qui organisent la concurrence dans l'économie sont bonnes. Dit de manière plus explicite, il faut un minimum de développement du marché de cession et des activités connexes, et surtout, un cadre prudentiel assurant la stabilité du système de crédit. Dans le cas contraire, les lois de faillite sont ancrées sur une norme de solvabilité qui n'exprime pas le risque de défaut, parce qu'elles ne permettent pas de dessiner avec précision le contours des droits de propriété, donc des responsabilités qui y sont attachées. Dès lors qu'on reconnaît qu'il n'existe pas de contrat complet, il n'est pas du tout évident que la coexistence de procédures légales assure la convergence vers les usages de ces procédures maximisant la valeur des créances et l'optimum paretien de la distribution des pertes. Des arbitrages de réglementation peuvent être opérés. S'il n'y a pas de procédure parfaite, il y en a de mauvaises, pour des raisons objectives, ou qui le sont devenues parce que l'environnement dans lequel elles s'inséraient a changé. Celles-là, il faut les supprimer. Et s'il doit exister plusieurs procédures pour un même type de défaillant, leur nombre doit être limité et cette coexistence doit reposer sur un principe de complémentarité, et non pas seulement de cohérence interne à chaque loi. Dans le cas contraire, la concurrence entre lois de faillite revient à un arbitrage prudentiel renforçant le risque moral et relayant l'instabilité bancaire.

Graphique 82 – Japon : Nombre de procédures CoRL : 1980-1998 (unité)



Source : JEI Report Weekly n°25, july 2nd 1999

- Cette introduction problématique permet de cadrer le débat dans lequel la révision de la CoRL a été entreprise. On a vu plus haut que si la CiRL ne prévoyait pas de changement du dirigeant sauf circonstances très exceptionnelles, il existait toujours la possibilité de transférer le cas vers une procédure CoRL en cas de conflit entre les créanciers ou entre eux et le dirigeant. Ce mécanisme de déblocage fonctionnait comme une alternative à celui de la *'course au plan'*. Parce que depuis sa révision en avril 2003, la *Corporate Reorganization Law* n'est plus une procédure

dédiée exclusivement aux grandes entreprises et parce qu'elle devient praticable, c'est en les termes de concurrence entre procédures qu'il faut aborder son étude. Qu'apporte-t-elle par rapport à la CiRL ? L'idée avancée dans cette section est que si l'ancienne version de la CoRL est une procédure peu efficace et qu'à ce titre, elle a pu pervertir le fonctionnement de la faillite sous la CiRL (cf. Encadré 24), les grands principes qui encadrent sa révision en 2003 la rendent plus complémentaire avec cette dernière.

- Conformément à l'orientation marché recherchée, le tribunal n'y intervient pas beaucoup plus que la CiRL et la teneur du plan de redressement n'est plus élaborée par des fonctionnaires mais est le fruit de la négociation entre ayants droit. Si le champ de ces négociations est réduit par ces conditions d'équité plus strictes, il est aussi considérablement élargi par la solidarisation immédiate de tous les créanciers, dont les nantis. C'est là une distinction importante d'avec la CiRL puisqu'en ayant la possibilité d'imposer à ces derniers une partie de l'effort d'assainissement, une première réponse est apportée au conflit entre équité et réalisme du plan (*feasibility*) qui limite l'efficacité de cette loi quand la dette nantie est prépondérante. L'autre réponse qu'on avait vue dans le cas de la CiRL, c'était de placer le *DIP financing* au cœur du processus de restructuration et avec ce cash, liquider les garanties. Or la CoRL est dirigée par les créanciers, via un *trustee* qu'ils nomment tandis que le dirigeant est évincé et ne peut être réintroduit dans la procédure qu'en voyant sa position reformulée, en *receiver*, pendant la *gap period*, en *trustee*, sauf opposition du tribunal, ou encore en *deputy trustee* ou consultant, s'il est considéré comme incontournable ou non responsable de la situation de l'entreprise. Dans les deux cas, c'est un moyen de tenir fermement un dirigeant qui a l'avantage de connaître son entreprise ou son équipe de direction⁵⁴⁹. Cette approche apporte un début de réponse au risque d'inefficacité du *DIP system* quand la source des pertes est un management de mauvaise qualité. Par contre, le capital des actionnaires est systématiquement ramené à zéro quand les droits des créances garanties sont révisés⁵⁵⁰, et leur réinsertion dans le plan de redressement n'est pas garantie, mais fait nécessairement l'objet de négociations, étant entendu que les créanciers disposent d'un levier puissant en ce qu'il n'est pas nécessaire de requérir l'accord des anciens actionnaires pour procéder à une augmentation de capital⁵⁵¹. Cette approche dure est justifiée pour les grandes entreprises, dans lesquelles l'actionnariat multiple peut supporter une réduction de capital et

⁵⁴⁹ Comme dans la CiRL, en cas de nomination d'un *trustee* à la place du dirigeant, les actionnaires et le dirigeant peuvent proposer un contre plan. La réintégration de ce dernier est un moyen d'empêcher les actionnaires de l'utiliser et donc de limiter la concurrence des plans et de fragiliser un peu plus les actionnaires.

⁵⁵⁰ La loi ne fait que recommander cette annulation dans les autres cas. Ceci est déjà un durcissement par rapport à la CiRL qui donne le choix sans recommandation (approche souple du principe d'équité), durcissement conforme à l'idée que le maintien des actionnaires est en général moins justifiable pour une grande entreprise.

⁵⁵¹ Dans la CiRL, le fait que le tribunal ne peut valider une augmentation de capital sans l'accord des actionnaires est une garantie de leur réinsertion.

financer des augmentations de fonds propres. Elle permet de faire monter les enchères en brandissant la menace d'un sauvetage par un repreneur non amical, mais elle permet aussi aux créanciers *juniors* de faire des *Debt-Equity-Swap* de grande ampleur sans l'accord des actionnaires.

- Cette présentation succincte dévoile une procédure assez légère, qui prend le contre-pieds de la *Civil Rehabilitation* parce que résolument tournée à l'avantage de créanciers *juniors* tant que les marchés d'actifs japonais ne sont pas matures et tant que les prix des actifs collatéraux sont bas. Dans ces circonstances, l'approche intermédiaire du principe d'équité est un risque potentiel certain pour les *seniors*. Elle tendra par contre à l'avantage de ces derniers avec le temps, puisqu'elle facilite le passage de plans de liquidation. L'intérêt de cette procédure est surtout immédiat : elle permet de créer une forte pression sur les dirigeants en *ex-ante*, pour les inciter à déclencher plus tôt des procédures de *Civil Rehabilitation*, au lieu d'y entrer dans un état trop lamentable pour que cette procédure soit efficace. Et quand cette procédure est engagée, la CoRL entretient *ex-post* une pression sur les dirigeants puisqu'en cas de litige entre les créanciers et le dirigeant, il est toujours possible de transférer le cas vers cette procédure *creditor-led*. La menace de la CoRL permet enfin de faire émerger un consensus plus rapidement entre les créanciers, en facilitant les *Debt-equity-swap* pour les créanciers *juniors* et en limitant les exigences de compensation des *seniors* pour l'abandon des garanties et, pragmatiquement, de les inciter à jouer le rôle *DIP financier* dans les procédures CiRL.

Encadré 30 – L'arbitrage de procédures par les dirigeants du groupe MYCAL en 2001

Le fort endettement du groupe MYCAL⁵⁵² reposait en grande partie sur des émissions obligataires. Or celles-ci, qui se sont poursuivies jusqu'en 2000-01, juste avant sa faillite en septembre 2001, étaient en grande majorité détenues par des porteurs individuels peu informés sur la situation de l'émetteur. À l'issue de la procédure de faillite, ces derniers, perdant 70% du capital, ont lancé en août 2004 une procédure judiciaire contre les maisons de titre chargées à l'époque de placer cette dette. Avant la faillite, la banque principale de MYCAL avait un relativement faible encours de créances et par conséquent, ne pesant pas assez sur l'entreprise, elle n'était ni incitée à ni capable de contrôler de près le dossier. Quand cette faillite a été annoncée, la société notée BBB- sur les marchés était classée « *need attention* » seulement dans les comptes de sa banque principale, Dai-Ichi Kangyo Bank (DKB – Mizuho Holding). Cette notation était motivée par le fait que le président du groupe avait été nommé par la banque principale. Quand les difficultés financières ont atteint une situation critique et alors que la banque principale était sous pression des inspections de la FSA, le *board* du groupe décida d'utiliser son président pour se dédouaner de ses responsabilités. En le renvoyant puis en lançant immédiatement une procédure CiRL, ils protégeaient ainsi leur siège et rejetaient entièrement la responsabilité de la faillite sur la banque principale, en cas de protestation des autres créanciers. La DKB n'a pas réagi sur le champ, une partie de ses créances étant nanties. Par contre les autres créanciers, dont les détenteurs d'obligations, ont lancé dans le même temps une procédure CoRL, concurrente. La priorité de cette procédure sur la CiRL, a permis l'éviction d'une grande partie de l'équipe dirigeante, qui était le problème de fonds du groupe, mais au prix d'une bataille juridique coûteuse, du fait des gros problèmes de coordination entre les créanciers, et du fait du rythme de traitement lent d'un tribunal très présent dans la procédure. Ce statut n'ayant pas de reconnaissance légale, la banque n'était pas tenue d'informer les marchés de la situation du groupe. En même temps, le choix de notation d'un groupe dont la présidence est tenue par la banque trouvait une certaine cohérence dans un système de banque principale. Le plan de redressement est officiellement accepté et engagé le 1^{er} octobre 2003, soit deux ans après le lancement de la procédure de faillite. Au lieu d'une réduction initiale de la dette de 900 milliards de yens, estimée par les dirigeants au moment de la faillite, celle-ci atteint 1,4 trillions de yens. Le volet financier a permis une réduction de 90% de l'encours de la dette dépourvue de nantissements –de 30% pour les petits porteurs et de 5% pour les plus importants– et un délai de paiement de 8 ans à partir de 2005 sur la dette nantie.

⁵⁵² C'est la quatrième plus grosse faillite de l'histoire contemporaine du Japon, avec un encours de dette atteignant 1,8 trillions de yens et un passif net de 1,39 trillions de yens (soit 12 milliards d'euros). Sur ce cas, voir Gouse [2002].

- On a vu que le *Chapter 11* est *de facto* lui-même devenu une procédure dirigée par les créanciers. On peut parier sans grand risque que ce sera aussi le cas de la CiRL, même si le nouvel équilibre reposera sur une construction juridique différente, et où les tentations de liquidation rapide sont moindres. Sur le moyen-long terme, c'est-à-dire quand le Japon aura rétabli sa règle de paiement, il n'est donc pas certain que cette procédure continue d'être utilisée. Mais c'est une autre histoire. Pour l'heure, pour amener les acteurs privés à adopter des comportements stables, les autorités en sont arrivées à rechercher dans une procédure légale remarquablement dure, plus dure qu'aux Etats-Unis, le moyen de compenser les effets du relâchement de la norme de solvabilité bancaire. Elle peut influencer à la marge les comportements des acteurs privés, mais elle ne peut évidemment pas corriger le risque moral sur les relations de crédit produit par cet environnement.

4.2. *L'enterrement public avec cérémonie de la banque principale* : l'Industrial Revitalization Corp.⁵⁵³

- Parallèlement à cette nouvelle pression au déclenchement précoce de la faillite, les autorités japonaises lancent en avril 2003 l'*Industrial Revitalization Corp. of Japan (IRCJ)*⁵⁵⁴. C'est le trait d'union qui manque entre les nouvelles procédures de restructuration, qui restituent aux usages bancaires l'ancrage légal qui leur manquait, et une politique prudentielle encore trop relâchée, qui cherche à protéger les entreprises les plus instables du démembrement. C'est aussi l'aboutissement du processus de tâtonnement institutionnel commencé après la crise de 1997-98, parce que cette fois-ci, il y a un objectif explicite : mettre fin aux pratiques informelles du *système de banque principale*. D'une certaine manière l'IRCJ doit être comprise comme la solution de la dernière chance pour les emprunteurs récalcitrants avant le durcissement de la norme de solvabilité et la faillite, et donc comme sas de passage pour ces entreprises qui ne devraient pas survivre entre l'ancienne économie politique du système de crédit et une économie financiarisée,

⁵⁵³ Takagi [2003] & [2004], Tomoo [2004] pour une présentation assez complète de l'institution et de sa procédure et Takagi [2004] pour un bref état des lieux. On peut également se référer au site de l'institution : www.irc.co.jp.

⁵⁵⁴ Parallèlement au lancement de l'IRCJ, le Gouvernement a créé des ersatz de cet organisme au niveau des régions, qui en financent le fonctionnement : les *Small & Medium Enterprise Turnaround Support Committee*. Il en existe 33 dans les 32 préfectures japonaises et les fonds alloués par l'Etat pour leur fonctionnement sont d'une même ampleur agrégée que ceux alloués à l'IRCJ, soit 100 milliards de yens. Il s'agit de comités incluant des avocats d'affaire locaux et des spécialistes privés du redressement d'entreprises, mais excluant par statut les banquiers. L'idée est que cet organisme fasse l'intermédiaire entre la PME et les créanciers financiers pour des allègements de dette, en contrepartie d'un engagement à revenir à une valeur nette positive en moins de cinq ans. L'organisme peut éviter les procédures de faillite, ou accompagner les entrepreneurs au cours de la procédure. C'est une sorte d'organisme de consultant garantissant sa neutralité, un moyen *ad-hoc* de coordonner les agents hors du marché. Les fonds d'investissement privés et banques financent le rachat de créances secondaires, comme l'IRCJ, via ces entités, en même temps qu'ils les conseillent. Ceci leur permet d'être présents sur ces marchés et de participer à des déblocages de défauts sans avoir à prendre de participations dans le capital. On dispose de très peu d'informations sur ces organismes, dont certainement l'activité et les performances sont probablement variables d'une région à l'autre. Pour cette raison, et parce qu'il sort du cadre strict des blocages à la sortie de crise, ce sujet n'est pas abordé.

judicialisée, où les droits de la propriété se sont durcis. A l'opposé de la solution du contrôle administratif *ex-post* adoptée aux Etats-Unis, lors de la codification du *Receivership* en 1934 pour traiter les gros défauts, l'Etat, à travers l'IRCJ, va proposer une procédure amiable originale, où il influencera la coordination des ayants droit en devenant lui-même l'un d'eux, c'est-à-dire en se saisissant directement du jeu des négociations pour casser la dynamique d'aveuglement au désastre qui empêche cette coordination. Pour renforcer l'attrait de cette procédure et faciliter les solutions de coopération, cette institution va également apporter ce qui manque le plus au *Chapter 11* japonais pour traiter les cas d'insolvabilité les plus épais, et qui pourtant ne peut se développer qu'après le durcissement effectif de la règle de paiement : la liquidité.

On explique pourquoi la procédure proposée par l'IRCJ permet d'atteindre un équilibre de coordination *pareto-supérieur* à la solution de faillite (4.2.1.), donc plus attractif. On montre ensuite comment elle parvient à la fois à reconnaître l'ancienne organisation de la relation de crédit, notamment le statut de la banque principale –jusqu'alors sans existence juridique–, tout en posant d'emblée que l'objectif de la procédure est sa liquidation et son remplacement par une organisation classique de syndicat de crédit avec chef de file (4.2.2.).

4.2.1. Un mécanisme Pareto-supérieur aux procédures légales de redressement

- La procédure proposée par l'IRCJ est un système de négociation amiable, à l'*ombre de la loi*, qui donc repose sur l'adhésion unanime des participants. Or, comme elle ne peut être déclenchée que par l'entreprise en difficulté, conjointement avec sa banque principale –et non à l'initiative de l'IRCJ–, elle doit être à la fois attrayante et efficace pour des emprunteurs qui auraient peu de chance de survie à travers des procédures de restructuration légale pas faites pour eux. Elle doit donc garantir un équilibre Pareto-supérieur, où le retour sur les principes d'équité défendus dans le droit des contrats ne lèse aucun ayant droit par rapport à la solution de faillite, grâce à une meilleure valorisation des actifs, et verse une prime aux déclencheurs de la procédure.

Compte-tenu de ce que nous savons déjà des blocages existants –hiérarchie informelle des ayants droit, gouvernance opaque et collatéraux–, le système de l'IRCJ doit (a) casser la position dominante du dirigeant pour à la fois faire circuler l'information sur la situation de l'entreprise et responsabiliser l'administrateur de la procédure, (b) attirer les actionnaires tout en les sanctionnant conformément au principe de hiérarchie des ayants droit, ce qui est possible à travers une règle de priorité souple maintenant les actionnaires dans la procédure et une perspective de non liquidation de la société et (c) proposer un traitement différencié de la banque principale, plus favorable que la solution de faillite, mais conforme au droit des contrats. Il faut donc à la fois (1) améliorer les perspectives de survie de l'entreprise par le redressement en interne tout en répondant aux faiblesses de la CIRL dans le traitement des gros défauts et des cas limites de redressement, à savoir sur (2) la liquidité et (3) le contrôle de l'information. Sur ces trois points, l'IRCJ procède de la manière suivante :

(1) Ses statuts précisent que la procédure s'oriente d'emblée vers le ***redressement en interne***, ce qu'elle exprime concrètement à travers ces principes d'action :

(i) Comme il s'agit d'une procédure amiable, les actionnaires anciens ne sont pas évincés. Cette perspective est à comparer à celle offerte par une procédure de faillite dans laquelle, vu la situation de l'entreprise, ils ont de fortes chances d'être exclus du plan⁵⁵⁵, tendance du code de faillite renforcée depuis la révision de la CoRL.

(ii) L'IRCJ propose aux créanciers –hors banque principale– de leur racheter leurs créances à un prix non négociable, mais qu'elle doit justifier publiquement. S'ils refusent, soit ils restent dans la procédure mais acceptent le mode de valorisation de leurs actifs, soit l'IRCJ stoppe la procédure faute d'unanimité, mais alors dispose d'un droit statutaire de déclencher la faillite. L'important ici, c'est qu'en imposant son mode de valorisation, elle impose un horizon temporel comme clé d'entrée dans la procédure, homogénéisant *de facto* les intérêts de tous les créanciers.

(iii) L'horizon temporel est exprimé dans les statuts de la manière suivante : l'optique est la valorisation des actifs de l'entreprise, non de celle des créances des emprunteurs, de sorte que l'horizon est celui de l'actionnaire et que l'objectif est la valorisation de l'exploitation, du *going-concern*. Cela implique que les créances sont systématiquement valorisées par la méthode DCF (Chap. IV - 4.1.3.), sauf s'il existe un prix de marché supérieur proposé par un tiers. Les statuts de l'organisme précisent que les prix de rachat sont calculés à la valeur de marché de la créance, après approbation de la Commission de contrôle de l'IRCJ⁵⁵⁶, définie comme la valeur faciale ajustée d'un taux de perte qui est fonction des cash-flows générés si le plan est appliqué.

L'approche globale choisie dépend donc beaucoup du crédit accordé à la procédure pour restructurer efficacement mais aussi de la capacité de l'IRCJ à accaparer une prime de liquidité en organisant un marché de cession des actifs qu'elle a acquis. On en vient donc au point suivant.

Encadré 31 – La procédure de négociation IRCJ

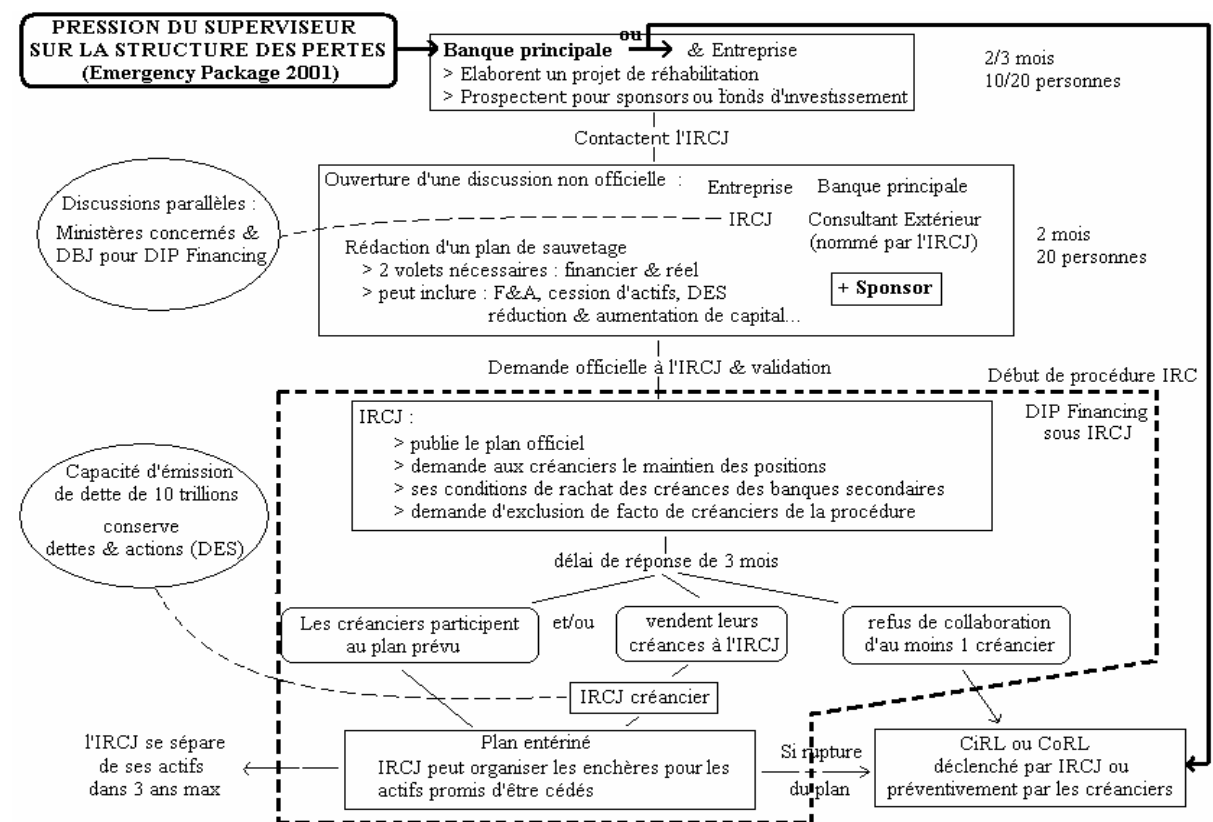
Une entreprise et sa banque principale demandent conjointement à l'IRCJ son intermédiation pour conduire une négociation amiable d'un plan de restructuration. Une discussion s'engage dans un cadre officieux entre ces trois acteurs, à laquelle est adjoint un consultant extérieur nommé par l'IRCJ. L'objectif est de dresser un plan de sauvetage, incluant les volets financiers et réels détaillés, en particulier, la liste des

⁵⁵⁵ Dans la CiRL, l'application du principe de priorité est souple, ce qui ne veut pas dire que l'application du principe de priorité absolue est exclue. Et même si la loi confère aux anciens actionnaires un droit de veto contre toute opération d'augmentation de capital après son annulation, s'ils exercent ce droit, soit ils disposent d'assez de fonds pour y participer –mais ils viennent de faire une perte–, soit l'entreprise est démembrée.

⁵⁵⁶ Cet organe est le cœur de l'institution, par où passent toutes les décisions sur les cas traités. C'est aussi le lieu de dialogue entre elle et tous les organismes qui participent à la production de normes sur les marchés : sa tutelle directe, la FSA, sa maison-mère, le DIC, l'organisation professionnelle d'audit et d'expertise comptable, qui chapote la profession, le JICPA, et les autres organisations privées comme l'association professionnelle des fonds de transition et l'association bancaire, la JBA. Il est constitué d'un président nommé par le Premier Ministre et la Diète et qui est un avocat d'affaire privé, et est composé de représentants du secteur privé principalement.

actifs à céder, le traitement des actionnaires et les besoins de recapitalisation, les possibilités de DES et les engagements de la banque principale en la matière. Surtout, l'entreprise part à la recherche d'un sponsor, futur acquéreur du groupe ou de parties du groupe, qui suivra l'affaire comme un parrain. Parallèlement, l'IRCJ engage des discussions avec des organismes publics susceptibles d'apporter leur aide, par exemple sous la forme d'abandon de créances publiques, de crédits d'impôts, de subventions d'exploitation, etc. Une fois ce plan rédigé, la deuxième phase s'engage, qui assure les conditions d'acceptation de ce plan. Elle s'ouvre par le dépôt officiel du plan à l'IRCJ et une demande publique adressée à cet organisme pour l'aider à réaliser ce plan. Dans le même temps, l'organisme public publie les conditions auxquelles il est prêt à racheter les créances qui ne sont pas détenues par la banque principale, ces conditions n'étant pas négociables. Si les créanciers refusent de collaborer, la procédure IRCJ s'arrête. L'organisme public dispose alors du droit de déclencher la faillite pour immobiliser les créanciers. D'une manière ou d'une autre, dès qu'il y a contact officiel avec l'IRCJ – officiel mais volontaire – il y aura restructuration. Si les créanciers secondaires collaborent, la réunion de l'unanimité des créanciers nécessaire à la conclusion de l'accord amiable peut résulter de la participation directe de ces créanciers à la procédure et/ou de la substitution de l'IRCJ à ces derniers, qui lui ont vendu leurs créances. Dès lors le plan peut être engagé.

Figure 16 – Japon : Mécanisme de l'IRCJ



Une fois l'unanimité des créanciers réunie entre les mains de l'IRCJ et de la banque principale, le plan est engagé. Il peut inclure des rachats temporaires d'actifs par l'IRCJ, une prise de participation dans l'entreprise restructurée ou dans ses filiales ou blocs d'actifs qui seront cédés, soit par DES, par des réductions puis augmentations de capital au bénéfice de l'organisme. Toutes formes de coopération est possible. Par contre, l'IRCJ doit céder ses actifs au plus tard trois ans après leur acquisition. Point crucial : ces actifs sont gérés et liquidés par des professionnels, mandatés par l'IRCJ dans le cadre des accords négociés en début de procédure avec l'emprunteur, sa banque principale et les consultants mandatés par l'organisme. L'IRCJ ne gère ni ne décide rien en propre. C'est une source de liquidité, un noeud de coordination et un lieu de production de normes, un langage commun accroissant la liquidité du marché. Ses rachats de créances et les éventuels DES ne sont pas des nationalisations, et étant statutairement contrainte à présenter un actif net positif lors de sa liquidation, il n'y a pas de socialisation de pertes.

(2) Les faiblesses de la CiRL tiennent à la conjugaison d'une gouvernance opaque dans des entreprises et à l'illiquidité de la procédure, où l'absence de marchés de cession se double de la rareté du *DIP financing*. L'IRCJ y répond d'abord en ***introduisant de la liquidité*** :

(i) Elle assure le *DIP financing*. Initialement, l'IRCJ pouvait faire appel à une institution financière publique, la *Development Bank of Japan (DBJ)*, pour financer la procédure à des conditions privilégiées⁵⁵⁷. Ses statuts ont été révisés en décembre 2003 et depuis, elle peut elle-même assurer cette activité de *DIP financing*, de l'ouverture officielle de la négociation, jusqu'à l'engagement du plan de restructuration, voire dans les premiers temps de la période de supervision post-plan (cf. Encadré 31 pour une description de la procédure). Dans la pratique, l'IRCJ préférera confier cette activité à des institutions financières privées, en leur accordant une garantie totale. Dans ces conditions, l'institution financière n'interfère pas dans le travail de restructuration de l'IRCJ –comme le ferait un *DIP financier*– mais acquiert pour l'avenir les techniques de contrôle de l'emprunteur de l'IRCJ. En même temps, l'entreprise peut suivre le programme prévu plutôt qu'être sous la pression du *DIP financier*.

(ii) A côté de la garantie publique, l'IRCJ propose de racheter les dettes aux créanciers – hors banque principale– et ce faisant, elle compense l'inexistence des marchés de cession d'actif⁵⁵⁸. C'est un point important car comme on l'a vu plus haut, l'intensification de la pression prudentielle a eu pour effet de durcir l'attitude des créanciers qui ne souhaitent pas s'impliquer dans une procédure légale mais veulent récupérer leurs créances le plus rapidement possible. L'IRCJ leur offre cette possibilité. Elle réconcilie l'horizon temporel éloigné qu'elle impose au mode de valorisation des actifs avec cette offre de rachat immédiat en accaparant directement une prime de liquidité, parce qu'elle se finance sur les marchés avec la garantie souveraine –ce qui réduit le taux d'actualisation dans le calcul de la valeur anticipée des cash-flows futurs– et parce qu'elle organise elle-même le marché de cession. Elle est elle-même à l'origine d'une prime de liquidité qu'elle redistribue aux créanciers parce qu'en tant qu'agent neutre, et centralisant de nombreux projets, elle a une influence structurante sur le marché de la cession d'actifs.

(iii) L'IRCJ ouvre la voie à des dispositifs nouveaux de restructuration comme le *pre-package filing*⁵⁵⁹. Elle recourt également à la titrisation des créances rachetées, développant un marché qui

⁵⁵⁷ Outre que la DBJ reçoit en 2003 une enveloppe de 100 milliards de yens pour faire du *DIP financing* à taux bonifiés, outre qu'en tant que créancier public, la DBJ gagne en priorité sur les autres formes de financement, la tutelle de l'IRCJ sur l'entreprise bénéficiaire de ces prêts est un gage assez fiable de succès de la procédure.

⁵⁵⁸ Dans 4/5^{ème} des cas, l'IRCJ rachète une part substantielle des dettes (cf. Tableau 14).

⁵⁵⁹ Dans la première période de négociation officieuse, celle de préparation du plan, l'IRCJ encourage et aide l'entreprise à rechercher des sponsors, acceptant de reprendre certains actifs ou de participer à son capital. Quand de tels accords pré-procédure sont noués, l'IRCJ peut se borner à accompagner le couple dans une procédure de faillite officielle pré-packagée, après rachat des dettes, montrant ainsi la voie à des procédures encore rares au Japon.

n'existe pas. L'organisme ne dispose pas d'un gros budget pour conduire ses opérations (100 milliards de yens). Mais cette enveloppe réduite l'incite à développer les techniques de titrisation pour démultiplier ses interventions. Ce mode de cession d'actifs préserve sa capacité de contrôle sur les entreprises. Il répond également au manque de fiabilité et d'homogénéité des informations fournies par les banques sur les marchés de titrisation de créances d'entreprises, qui en freinent le développement, ainsi qu'à la rareté des créances de bonne qualité dans les OPCVM, qui en réduisent l'attrait⁵⁶⁰. L'IRCJ apporte sa crédibilité comme producteur de normes de transparence. Filiale du DIC et sous tutelle directe de la FSA, l'organisme véhicule l'esprit et la règle du superviseur du système financier, quand il s'agit de faire des arbitrages de procédures, des choix d'options de valorisation et d'établir des méthodes d'information financière, tout en conservant son indépendance dans les décisions, garantie par son budget et la publicité maximale de son système. Comme elle pratique systématiquement l'*outsourcing* à toutes les étapes de la procédure⁵⁶¹, elle sollicite en permanence les professionnels de la restructuration, avocats, financiers, hommes du métier, pour leur expertise, comme consultants et pour toutes les activités de fiducie, de gestion d'actifs et d'organisation d'enchères.

Ce sont donc principalement les acteurs privés qui élaborent et appliquent les procédures, sous la direction d'un cadre de l'IRCJ dont le but est seulement de coordonner ces experts entre eux et de dialoguer avec la FSA et le JICPA quand il s'agit d'effectuer des arbitrages. Il assure par sa présence dans les négociations, voire dans les passifs, le financement de la procédure, tout en garantissant que les experts qui la conduisent vont juger les besoins de restructuration sur la base de l'horizon temporel fixé au début du processus, c'est-à-dire sans les risques d'interférence pro-liquidation du *DIP financier*. Avec ce système ouvert sur les marchés, des usages nouveaux sont très rapidement diffusés dans le secteur privé, la crédibilité de l'IRCJ comme acteur du marché de cession est renforcée et elle accapare une prime de liquidité grâce à son rôle structurant des marchés qu'elle rattache à la valorisation des créances sur l'entreprise.

(3) Pour réconcilier la valorisation sur le long terme des actifs et l'offre immédiate de liquidité –la prise de risque de l'Etat–, l'IRCJ doit s'assurer d'un contrôle étroit de l'emprunteur. Son intervention ressemble en effet à celle d'un prêteur en dernier ressort : elle verse une prime de risque aux créanciers via les achats de créances et le *DIP financing*– qui doivent servir à les réunir. Mais sans contrôle *ex-post* des bénéficiaires, elle peut introduire un risque moral en distribuant indirectement des fonds publics à des acteurs privés pour des opérations qui ne seront pas

⁵⁶⁰ Le panachage de créances douteuses et de bonne qualité dans un même portefeuille assure une diversification des profils de risque qui valorise mieux l'ensemble. La capacité d'une structure de cantonnement à acquérir ces deux types de créances lui assure un meilleur rendement. C'est un élément du succès de la RTC aux Etats-Unis dans les années quatre-vingt-dix, et de la KAMCO en Corée après la crise asiatique.

⁵⁶¹ Dans ses statuts, l'IRCJ doit promouvoir autant que possible les techniques de la finance de marché : « *IRCJ should utilize private initiative as much as possible, promote development and expansion of loan credit markets and securitization, and foster a market for corporate recovery* ». L'organisme compte ainsi autour de 130 salariés de la direction au personnel administratif.

viables. Ce risque moral ruinerait son objectif final : traiter par l'incitation les cas d'insolvabilité les plus problématiques, avant que la FSA ne le fasse par la force en resserrant sa politique prudentielle. Dans cette optique, elle est astreinte à présenter un actif net positif au moment de sa liquidation, en 2008 –excluant donc la socialisation de pertes privées– et surtout, elle doit répondre à la seconde faiblesse de la CiRL, quand il s'agit de traiter des entreprises qui ont une base d'exploitation douteuse et dont le problème est par conséquent réel et non financier : *la question du dirigeant*.

(i) M. Toyama, directeur de l'IRCJ, explique que dans la plupart des cas problématiques, le point d'achoppement est le manque de régénération de l'équipe dirigeante, souvent âgée et refusant la nomination de plus jeunes à des postes de responsabilité⁵⁶². Ce renfermement qui rigidifie le modèle de développement de l'entreprise, est souvent rendu possible par la passivité de l'actionnariat des vieilles sociétés⁵⁶³, et par le mixage d'une dette bancaire éclatée et de marché. Ces dirigeants peuvent aller jusqu'à nier les problèmes structurels devant l'IRCJ, en sachant que les créanciers ne sont pas capables d'argumenter. Souvent, une clé de la réussite est donc la mise sur pied d'une équipe dirigeante plus jeune, en parallèle avec la clarification des responsabilités des créanciers. L'IRCJ a donc son mot à dire dans le maintien ou non de toute ou partie de l'équipe dirigeante des groupes et de leurs filiales, dans les négociations sur le plan de redressement qu'elle couvrira, mais aussi pendant la procédure elle-même et pendant la réalisation du plan, en tant que *DIP financier* et détenteur d'actifs de l'entreprise. Notons sur ce point que d'un principe non formel et à négocier, l'éviction des dirigeants est devenue une condition explicite et non négociable d'intervention de l'IRCJ que celle-ci a introduit dans sa charte. Ce passage n'a pas réduit l'attrait de la procédure grâce à la qualité reconnue de ses opérations, crédibilité rapidement acquise grâce aux acteurs privés qui y participent.

(ii) La structure de gouvernance est systématiquement refondue sur le principe du *Committee system*, assurant la transparence et un meilleur suivi de la restructuration à terme. Dans cette optique, l'IRCJ exige également systématiquement la suppression des directeurs honoraires et membres honoraires du Conseil d'Administration, ce qui est souvent facile dans la mesure où ces personnes n'occupent pas de poste stratégique. Elle adopte enfin une stratégie visant à casser l'homogénéité du Conseil, cause de rétention d'information, en y installant des *external*

⁵⁶² Nikkei, February 14, 2005 « *IRCJ chief urges investment in people* », Yasuyuki Onishi: Interview de Kazuhiko Toyama, directeur de l'IRCJ.

⁵⁶³ Les dossiers traités par l'IRCJ sont rarement ceux de sociétés immobilières ou de secteurs associés à la bulle des années 80, mais plutôt des secteurs traditionnellement protégés, ceux de la construction et dans les services comme la distribution, le transport, l'hôtellerie, ou dans les produits grand public qui avaient fondé leur force sur la stabilité d'un système de distribution réglementé.

directors, et en plaçant systématiquement un extérieur à la vice-présidence, ou comme consultant du président. L'une des missions non officielle de cet intervenant est de détecter les problèmes de management, en particulier de préparer l'émergence d'une nouvelle génération de dirigeant⁵⁶⁴.

(iii) Enfin, ces nouvelles directions sont engagées personnellement sur des objectifs explicites de redressement. Ces objectifs sont inspirés de la procédure INSOL 8 recommandée par l'*Insol International* pour traiter les relations multi-créancières (cf. Encadré 32). La version est toutefois plus souple, puisque la période de supervision est allongée et les critères légèrement adoucis. Seuls les secteurs du BTP et de la construction, explicitement cités dans les statuts de l'IRCJ, sont soumis à des contraintes plus strictes.

Globalement, avec le temps, la crédibilité acquise par l'IRCJ et sa capacité à organiser les cessions lui ont permis de durcir le traitement des dirigeants jusqu'à le codifier, sans réduire l'attrait de sa procédure. Egalement, en se conformant aux usages amiables acceptés internationalement, elle ne peut pas être accusée de s'engager sur un horizon temporel trop éloigné susceptible d'amollir sa contrainte. Par là même elle propose au marché japonais des usages de référence pour les négociations amiables et en particulier, pour donner des marques aux éventuels *DIP financiers*.

Encadré 32 – Japon : Les normes plancher de redressement dans l'IRCJ

<u>Au moins 1 des objectifs suivants en 3 ans (5 ans depuis 2004)</u>	<u>En moins de 3 ans (5 ans depuis 2004)</u>
(1) Si redressement du ROE de plus de 2% Si l'entreprise est reprise, hausse du ROA > 2% (2) hausse du ratio turnover des actifs tangibles > 5% (3) hausse de la VA par salarié > 6%	(1) dette portant intérêt > 10% CA annuel & (2) Résultats ordinaires avant impôts > 0
<u>Conditions applicables aux secteurs BTP construction spécifiquement</u>	
Toutes les conditions ci-dessus + réduction systématique de taille ou F&A dans le secteur rentabilité d'exploitation + en moins de 5 ans, les mêmes performances que la moyenne de leur secteur sur : <ul style="list-style-type: none"> . les ratio de rentabilité (exploitation & ROA) . les effets de leviers (fonds propres/actifs & actifs fixes/passifs longs et capital) . les ratio de liquidité (actifs fixes/fonds propres, actifs fixes/passifs longs et capital) 	

Sources : www.ircj.co.jp et www.insol.org

- Au total, l'IRCJ atteint un équilibre pareto-supérieur aux lois de faillite parce que la solution qu'il propose est un cadre de négociation dans lequel les contrats sont suspendus –comme dans une loi de faillite–, mais où cette suspension ***permet dès le départ d'obtenir une homogénéité des créanciers*** en distribuant une prime de risque, sous la forme d'un prix d'achat des créances fondé sur des hypothèses de redressement à terme. Une procédure de faillite ne verse rien et par conséquent, ne permet pas d'atteindre dès le départ cette homogénéité. Il y a donc une perte de

⁵⁶⁴ The Economist, *Revitalization offers big chances*, December 11th 2004.

temps, et cette perte de temps est actualisée à un taux d'intérêt, qui est le prix de l'accès à la liquidité pour le défaillant, d'autant plus élevé que la gouvernance est opaque et la situation réelle de l'entreprise inconnue. Dans ces conditions, l'homogénéité des créanciers se règle sur l'intérêt de l'IRCJ, laquelle suit un comportement d'actionnaire. Le *DIP financier* est assimilé à l'actionnaire et c'est cela qui, en définitif, rend la procédure intéressante pour tous les ayants droit. Le dirigeant est alors naturellement exclu et la bonne gestion du redressement est garantie par une procédure très transparente car totalement déléguée aux professionnels du secteur privé, pourvu qu'ils se conforment à la Charte de l'IRCJ : privilégier le redressement en interne.

4.2.2. Fondre l'ancien système de banque principale dans le droit des contrats

- La procédure aboutit –et c'est un objectif explicite de la Charte de l'IRCJ– à ***faire disparaître le système de banque principale***. On sait que ce système entretenait une répartition ambiguë des responsabilités des ayants droit. Pour parvenir *in fine* à durcir les droits de propriété, il faut donc lever ce flou en imposant une clé de répartition des pertes à la fois conforme aux principes d'équité gravés dans les lois de faillite –l'IRCJ doit donc dès le départ imposer le droit des contrats–, et incitative pour la banque principale à y adhérer. L'IRCJ doit alors proposer une solution au problème de l'absence de reconnaissance juridique du statut de banque principale⁵⁶⁵. La perte définitive de ce statut, sur laquelle débouche la procédure, risque de freiner la coopération de l'ensemble des banques, même si dans certains cas, l'interprétation de l'IRCJ permet à la banque principale d'accéder à un traitement favorable. Il faut donc reconnaître la banque principale, la privilégier et dissoudre son statut... tout en appliquant dès le début de la procédure les principes du droit contenus dans les contrats et encadrés par les lois de faillite.

Ce dilemme est résolu de la manière suivante : d'un côté, l'IRCJ reconnaît explicitement le statut de banque principale, mais par défaut, c'est-à-dire en désignant comme telle celle qui demande, conjointement avec le dirigeant d'entreprise en difficulté, l'ouverture de la procédure. De l'autre, la valeur des droits contenus dans les contrats s'applique à tous les créanciers, mais la banque déclarante a un traitement spécial qui ne casse pas le principe d'équité : elle ne peut pas vendre ses créances à l'IRCJ. Ceci la conduit implicitement à entrer dans une stratégie d'option réelle sur l'emprunteur : tandis que les créanciers qui cèdent leurs actifs à l'IRCJ récupèrent une créance avec une perte certaine, la banque principale, qui doit aussi assumer cette perte dès le départ, peut

⁵⁶⁵ La loi et la jurisprudence ne reconnaissent pas explicitement le statut de banque principale. Or avant la fin des années 90, les défauts d'emprunteurs multi-créanciers sont rares, de sorte qu'il n'y a pas de signes émanant de loi ni des tribunaux sur l'évolution de la justice sur ce point. On en reste aux jugements des années 60 et 70, qui accordent toujours une responsabilité beaucoup plus importante à la banque principale sans le dire explicitement. Comme l'environnement a changé, on est dans le flou total.

espérer un profit –et donc peut être incitée à recourir à l'IRCJ– de plusieurs manières : en faisant un *debts-equity-swap* sur le montant réévalué de ses créances, et en espérant du maintien de sa relation bancaire un flux d'affaires intéressant, par exemple, en étant le *DIP financier* de la procédure IRCJ et en restant, au terme du plan, après la réécriture des contrats, le principal créancier de l'entreprise, voire le *chef de file de syndicat de crédit*. La subtilité du jeu est que cette possibilité des flux d'affaire est ouverte à tous les créanciers qui souhaitent participer au redressement –ce qu'ils ne veulent pas faire car pressés de récupérer les fonds en temps de crise–, mais obligatoire pour un seul créancier, la banque principale. Celle-ci est tout aussi réticente à entrer dans une négociation, mais comme dans la procédure IRCJ, le financement de l'opération est totalement dissocié de l'analyse des besoins de restructuration –l'horizon d'anticipation est fixé et des tiers experts rédigent le plan–, la prise de risque de la banque principale n'implique pas pour elle la mobilisation d'une expertise et un engagement aussi actif que celui requis dans le dialogue contradictoire dans une procédure légale. En respectant le droit des contrats mais en ajoutant un contrat privé, entre l'IRCJ et la banque principale, on lui impose d'assumer le rôle que lui conférait son statut, doublé d'un fort encadrement technique !

Tous les problèmes de coopération évoqués dans la première partie du chapitre sont ici résolus : l'argument de la perte maximale par l'option réelle prise par la banque principale ; le problème du passager clandestin posé à la banque principale par la dette à court terme, grâce à la fixation de l'horizon temporel et à l'acquisition induite d'une prime de risque par l'IRCJ ; les conflits classiques entre créanciers posés par l'absence de liquidité des garanties et du marché de cession d'actifs en général, grâce à un financement privilégié de la procédure et grâce à une forte crédibilité de la conduite de la procédure, indépendante de ses financiers, répondant à la fois à la répugnance des créanciers à s'engager dans ces négociations et à l'opacité des systèmes de gouvernance traditionnels.

- Il existe d'*autres 'carottes'* renforçant l'attrait du dispositif. La première est que les pertes sur réévaluation d'actifs pour créanciers, et les gains sur annulation de dette pour les entreprises, sont totalement défiscalisés, sans plafond ni conditionnalité spécifique. On applique ici le traitement fiscal privilégié réservé aux procédures légales. Il s'agit donc là d'un financement public de la procédure, même s'il est indirect. D'autres carottes du même type, mais plus incertaines, s'y ajoutent. L'IRCJ se charge de négocier avec les Ministères concernés et pour le compte de l'entreprise, d'éventuels avantages tels des abandons de créances qu'ils détiennent, des subventions à l'exploitation, des aides au licenciement, etc. Enfin, les banques obtiennent une meilleure classification des créances sur les sociétés entrant sous la tutelle de l'IRCJ, ce qui leur permet une économie en capital. Tous ces apports sont directement attachés aux intérêts des créanciers et valorisent particulièrement la position de la banque principale restant dans la négociation. Quoique incertains, ils peuvent être substantiels. Toutefois, ils ne différencient pas fondamentalement l'IRCJ d'une structure de cantonnement classique. Ce qui fait la différence

cruciale, c'est sa capacité à jouer le rôle de sas de passage entre l'ancien modèle de relation bancaire et la règle dure des paiements qui fonde les marchés financiers.

- Enfin, ***ce dispositif incitatif a besoin d'un moteur car il implique la révélation et la répartition de pertes que le contexte prudentiel actuel ne rend pas nécessaires.*** Ce moteur, c'est la crédibilité du resserrement prochain du dispositif prudentiel, associée à une durée de vie brève de l'IRCJ, qui est explicitement fixée par ses statuts. Créée en 2003, elle devait et cessa effectivement d'accepter des dossiers de restructuration en mai 2005, et disparaître en 2008. Au-delà, la FSA n'aura d'autre solution que de pousser les banques à imposer la faillite à ces groupes en grande difficulté, en resserrant encore ses inspections et en leur imposant des taux de provisionnement très élevés⁵⁶⁶. La clôture de l'IRCJ en 2005 est ainsi alignée sur la fin de la garantie totale des dépôts, le durcissement des conditions sur les banques bénéficiant d'injections et l'introduction d'un nouveau cadre comptable et d'activité pour les professions d'audit et d'expertise-comptable, innovations qui visent à réduire l'usage des avoirs fiscaux pour les banques, et les capacités de rétention d'information pour les dirigeants d'entreprises. Enfin, l'existence de la CoRL révisée exerce ici un rôle coercitif sur les dirigeants, car il est alors certain que si les créanciers sont amenés à déclencher eux-mêmes la faillite, ils choisiront cette procédure et n'hésiteront pas à évincer le dirigeant (voir le cas de Mycal - Encadré 30).

- ***Les résultats*** : l'IRCJ est intervenue dans la restructuration de 41 grandes entreprises, entre avril 2003 et février 2005, concernant 60.000 salariés, avec la dernière en date Daiei. C'est peu en apparence, et certains acteurs privés considèrent ce bilan comme un demi-succès, puisque l'objectif initial était le traitement d'une centaine de sociétés. Cela les a porté à croire que l'incitation des dirigeants et des banques principales à y recourir était insuffisante –ce qui est possible–, et que l'IRCJ aurait peut être dû elle-même avoir une capacité d'initiative. Or quand la norme de solvabilité est relâchée, comment désigner les entreprises ? En fait, le nombre d'entreprises traitées n'est pas un bon indicateur du succès et de l'échec de l'IRCJ. D'une part, parce qu'en terme d'encours de créances concernées, son bilan est déjà beaucoup plus conséquent : 2,14 trillions de yens de dette. D'autre part, l'objectif de l'organisme, dès le départ, n'est pas de traiter, mais de proposer un modèle de restructuration pour les entreprises emblématiques de la crise, auquel le marché peut se référer et qui doit lui permettre d'améliorer sa liquidité. Son efficacité devait surtout être indirecte. Sa seule existence aurait permis de débloquer des dossiers de sorte que les banques elles-mêmes ont pu les traiter. A

⁵⁶⁶ Par ailleurs, les réductions de dette par accord amiable doivent désormais être justifiées pour bénéficier d'un traitement fiscal adéquat, ce qui rend difficiles les conditionnalités faibles qui y étaient auparavant associées. Les dirigeants sont alors engagés personnellement.

l'appui de cette réponse, le boom du marché des F&A et des fonds de redressement japonais. Ces déblocages indirects reposent sur les effets de *spill-over* produits par les biens publics non rivaux que sont la production de normes et la liquidité, et que seul un acteur à vocation publique peut créer. Ajoutons que sans en avoir le statut, l'IRCJ est en quelque sorte indirectement productrice de jurisprudence : en cas de litige sur l'évaluation des actifs et des possibilités de redressement dans une procédure de faillite, les avocats se réfèrent aux cas traités par l'IRCJ. Le dispositif permet donc d'anticiper les cas de défaut les plus problématiques pour les procédures légales japonaises et de limiter les risques moraux

Tableau 14 – Japon : Quelques opérations caractéristiques de l'IRCJ

	Début off. de procédure	Dettes totale (mds yens)	Dettes rachetées (% dettes totale)	Dettes non annulées : -% dettes non convert. -Encours (mrd yens)	DES (% dettes totale)	Réduction du capital
Amex Kyohan	10/2004	6,7	34%	53% 3	5%	90%
Asaya Hotel	01/2005	22,7	-	10% 20	0%	Augm. de 40% seule pour IRCJ
Kantobus	01/2005	13	-	34% 8	4%	99%
Daiko group	10/2004	484	18%	32% 146	6%	99,2% 50% pour ADP
Dia Kensetsu	09/2003	194	10,5%	28,3 132	-	99%
Daiei	12/2004	1020	38%	58,7% 405	4%	99,2% 83% pour ADP des BP
Kanebo	04/2004	550	24%	77% 99	28%	99,7%
Kinmon Manuf.	01/2004	30	53%	63% 11	-	90%
Kyushu Ind. Transport	08/2003	53	73%	48% 27	0,5%	95% 100% de l'action. trad.
Misawa Homes hldg	12/2004	294	16%	56% 120	7%	99% 80% pour ADP
Mitsui Mining	10/2004	242	80%	38% 137	8%	99%
Sankei	12/2004	72	38%	37% 27	-	90% 95% anciens action., 70% autres
Taiho Ind.	05/2004	9	78%	0% 0	14%	95%
Tamano Consulting	01/2005	22	18%	43% 13	-	90%
Toshigi Hikaku	07/2004	8	1%	17% 6,4	-	99%
Miyaza Kikotsu	01/2005	51	65%	51% 24	1%	90%

(a) non inclus les pertes actuarielles sur restructuration des intérêts. Source : www.ircj.co.jp et notes d'information de l'IRCJ sur les prix de cession.

• Ce n'est donc pas le nombre mais le traitement des cas soumis à l'IRCJ qui compte. Quelles sont les *grandes caractéristiques du traitement des passifs*⁵⁶⁷? Le Tableau 14 fournit quelques éléments sur 16 opérations que nous avons choisies pour leur représentativité. Ces cas ont un passif moyen de 30 milliards de yens, si l'on excepte les plus gros. Ils représentent 1,17 trillions de yens d'annulations de dettes consenties par les banques, soit le tiers d'un encours facial de 3,1 trillions de yens, un rapport inférieur au taux d'annulation observé en moyenne sur les grands groupes de BTP, de la distribution et de services, tels les golfs. Ce taux moyen ne révèle pas le 'bon taux de dépréciation' à appliquer en moyenne pour les provisionnements sur les autres créances. Ils ne sont qu'un élément de plans de restructuration du passif bien plus complexes, car mêlant des opérations sur la dette et sur le capital à partir de structures dans lesquelles les dettes subordonnées et nanties sont particulièrement représentées. Il faut donc l'ajuster à la baisse. Ces reconnaissances de pertes s'accompagnent de cessions substantielles de créances à l'IRCJ dans 85% des cas, de l'ordre du tiers de la dette totale en moyenne (valeur faciale). Ceci confirme l'idée que les banques cherchent avant tout à récupérer rapidement leurs créances. Et plus les emprunteurs sont petits, plus les cessions sont importantes, jusqu'à 95% de la dette. Cette tendance à la liquidation est également observée pour les banques principales : elles n'ont jamais pris une option réelle sur l'emprunteur en effectuant un DES et se sont contentées de bénéficier de leur position de créanciers –devenue *junior* souvent– sans, par une prise de participation au capital, s'engager dans une relation à long terme⁵⁶⁸. Le *système de banque principale* était donc déjà moribond et l'IRCJ n'a fait qu'officialiser cette mort. Du côté de l'IRCJ, sa règle de conduite est qu'à moins d'installer un actionnaire nouveau (un *sponsor*) fortement majoritaire – auquel cas sa part peut être de 15-20%–, elle prend systématiquement une participation au capital qui va de 45% à 80%. Celle-ci est principalement en actions ordinaires, ce qui casse avec la pratique courante au Japon de recourir aux ADP pour éviter de casser le modèle de gouvernance en transférant effectivement les droits de contrôle. Pour cela, elle effectue couramment des DES et rachète des actions détenues par des créanciers. L'IRCJ ne nationalise pas car elle ne prend elle-même aucune décision, ni sur l'achat de ces titres ni sur la manière dont ils doivent être gérés et cédés (cf. Encadré 31). Des professionnels du marché mandatés les acquièrent, gèrent et

⁵⁶⁷ Sauf indications contraires, les données sont tirées de la compilation des fiches individuelles des dossiers de restructuration ouverts publiées par l'IRCJ.

⁵⁶⁸ Rappelons que dans le chapitre précédent (Chap. IV – 4.3.), on a vu qu'une partie substantielle de la réduction du stock des prêts non-performants entre octobre 2002 et mars 2005 résulte de la conversion de ces créances déclassées en ADP. Cette entrée des banques dans le capital sans exercer de droits de contrôle, ne correspondait pas à une approche plus dure de la restructuration, mais était motivée par le souci de réduire rapidement le ratio des prêts non-performants surveillé par la FSA, et par un effet d'aubaine dû au traitement prudentiel privilégié des ADP dans le ratio de Bâle. La perspective de sa suppression avec l'introduction de *Bâle II* n'a pas conduit les banques à convertir ces ADP en actions ordinaires, et a même mis un terme brutal aux DES sur les prêts déclassés. L'objectif des banques n'était donc pas de s'engager davantage dans les restructurations.

liquident, avec les fonds de l'IRCJ, en fonction des accords négociés par eux avec l'emprunteur et sa banque principale. L'IRCJ est ainsi un actionnaire neutre, parce que ses mandataires agissent comme consultants de l'emprunteur et parce que celui-ci conserve un pouvoir d'initiative. Cet acteur neutre peut cependant disparaître et être remplacé par un acteur plus agressif dès que les actifs acquis sans clause conservatrice par l'IRCJ, systématiquement mis aux enchères publiques, font l'objet d'une proposition de reprise par le marché, rentable pour l'organisme. Cette ouverture sur le marché a permis à l'IRCJ de se débarrasser assez vite des actifs rachetés : du trillion de yens d'acquisitions pendant ses 25 mois d'activité, jusqu'en mai 2005, elle en avait déjà liquidé 53% en décembre 2005⁵⁶⁹. Parallèlement à cette recomposition de la structure actionnariale, associant à l'entrée éventuelle d'un *sponsor*, un acteur neutre mais de plus en plus ouvert sur le marché, la réduction de capital dépasse toujours 90%, mais est inférieure aux taux constatés dans les procédures légales CiRL. Il s'agit moins d'une contorsion du principe d'équité pour récompenser les emprunteurs qui coopèrent, que le résultat d'une distinction opérée entre les actionnaires anciens ou majoritaires –très pénalisés– et les autres. Deux éléments importants : cette distinction des *insiders* ne repose pas sur celle entre ADP et actions ordinaires, étant donné que les gros financiers des groupes recouraient souvent aux ADP, mais sur l'influence effective de l'apporteur de capitaux, notamment via la participation au conseil d'administration ou aux flux d'affaire. Ces anciens actionnaires *insiders* sont aussi totalement absents des augmentations de capital, à la fois sous la pression de l'IRCJ et parce qu'ils n'ont plus d'intérêts suffisants pour engager à nouveau des fonds, lors même qu'ils doivent absorber leurs pertes immédiates.

Au total, l'IRCJ semble avoir eu pour effet de constater le décès d'un système de banque principale qui n'existait déjà plus, dont seules les formes extérieures persistaient, soutenues non plus par une stratégie cohérente mais par l'aléa moral sur l'offre de crédit. La résultante est que dans la plupart des cas, le redressement en interne a conduit à la construction d'une entreprise de taille fortement réduite, après un démembrement massif qu'il aurait été difficile d'atteindre à travers une procédure de faillite !

Conclusion : l'IRCJ, une pseudo-loi de faillite pour en finir avec l'économie politique de la crise

- L'IRCJ est une 'trouvaille' institutionnelle du Japon pour répondre aux problèmes posés par son économie politique. Les AMC publiques élaborées pendant les crises peuvent être regroupées en deux catégories, selon qu'elles sont dédiées à la liquidation des créances douteuses, en général sur des emprunteurs destinés à disparaître, où qu'elles sont chargées de conduire la restructuration de gros emprunteurs. L'IRCJ s'apparente à ce dernier ensemble. Mais en règle

⁵⁶⁹ NIKKEI, *Industrial revival body dissolving year ahead of schedule*, January 8th, 2006.

générale, de telles institutions sont originellement des *bad banks* ou ont acquis les créances sur l'emprunteur par la contrainte (Klingebiel [2000]). Dans ces cas, l'enjeu d'économie politique est que l'acteur public désigne lui-même l'emprunteur à restructurer, de sorte que le processus de négociation devient assez classique dès que la décision est prise et qu'il n'est pas besoin de forger en *ex-ante* un cadre de discussion. Pour prendre cette décision, l'Etat a alors une approche systématique, au sens où la cession des actifs est déclenchée par le resserrement général de la pression prudentielle qui peut éventuellement passer par la nationalisation de banques –KAMCO en Corée ou SECURUM en Suède–. La particularité de l'IRCJ est d'engager la restructuration sur une base purement incitative, en proposant en *ex-ante* à tout le marché un modèle de négociation, sans recourir à la pression prudentielle immédiate. Dans de telles conditions, au lieu d'éloigner les créanciers, on recherche leur coopération. C'est la raison pour laquelle l'IRCJ doit proposer une 'doctrine' *ex-ante*, fondée sur le redressement en interne et l'horizon long, alors que les AMC classiques peuvent partir sur la base du démembrement. C'est aussi la raison pour laquelle la liquidité est utilisée de manière différente : les AMC publiques cherchent à se séparer aussi rapidement que possible des actifs, parce que l'objectif est de les valoriser correctement et céder les droits de propriété qu'ils confèrent, quitte à enregistrer des pertes. L'IRCJ utilise la liquidité pour accompagner à son terme le processus de restructuration. Elle conserve jusqu'au vote du plan la maîtrise du redressement, voire plus tard si pour se conformer à son objectif de redressement en interne, elle doit se substituer au marché et conserver les droits de propriété sur les créances. En ce sens l'IRCJ est moins un intermédiaire financier classique qu'une pseudo-loi de faillite où, comme dans le *Receivership*, elle joue à la fois le rôle d'un *DIP financier* et d'un créancier *senior*.

Récapitulatif & Conclusion :

La crise bancaire, la transparence & la théorie de la monnaie

De la théorie de la monnaie à l'independency trap au Japon : la liquidité macro non-assurée

• Le premier chapitre théorique à partir duquel on a entrepris cet ouvrage était bâti suivant deux axes de réflexion. Le premier fondait la démarche popperienne dans laquelle nous nous inscrivons, et qui selon nous, est seule véritablement capable de débarrasser la recherche des mythes. C'était l'histoire de la redécouverte et des conséquences de la réintroduction du principe d'incertitude dans la théorie économique des fluctuations. Elle nous a orienté vers une conception de la monnaie, non comme une marchande, mais comme une organisation, dont la viabilité repose sur la cohérence des trois institutions qui la composent : une règle de faillite, un prêt en dernier ressort et une régulation de la liquidité macroéconomique. En débouchant sur cette théorie de la monnaie, l'entrée en matière par l'incertitude montre comment les outils rationnels développés par la science économique s'ancrent et interagissent avec le champ du droit. Et l'histoire qui est racontée ici montre que le degré de libéralisme d'une économie ne change rien à l'intensité des rapports entre l'économie et ces matières. Cette conception implique aussi que l'incapacité d'une économie monétaire en crise à retrouver le chemin de la croissance trouve nécessairement les racines de son mal dans une organisation incohérente de cet ensemble.

Le second axe de réflexion recherchait les liens qui pouvaient exister entre les deux manières d'appréhender les fluctuations de l'activité que l'on trouve dans la littérature ; (i) une approche

théorique originelle qui les voient comme un problème réel de réallocation des facteurs de production, et met en avant les contraintes physiques d'accumulation, d'écoulement des actifs et les conditions de concurrence, et où la dynamique du prix relatif interne qui dirige le cycle ; (ii) une approche monétaire, plus récente, où les fluctuations de l'activité sont appréhendées sous l'angle des conventions d'anticipation, et où les dynamiques de la liquidité et des fragilités financières dominent les mouvements de prix relatifs. La confrontation de ces deux histoires était une manière pédagogique d'aborder l'étude d'une crise, reliant les deux versants du problème de l'accumulation du capital : le choix et la mise en valeur de l'actif et la structure du passif, l'endettement. La réflexion très abstraite sur l'incertitude retrouvait alors son intérêt, précisément parce que sa redécouverte progressive dans les méandres de l'Histoire de la Pensée Economique était en fait l'histoire de la réconciliation des deux dimensions de la crise, que sont les problématiques d'allocation –de règle de faillite– et d'anticipation –de liquidité– dans la théorie de la monnaie. A travers la théorie de la monnaie réunifiant ces deux volets de la crise japonaise, on pouvait aussi comprendre pourquoi la question du régime de la propriété –i.e. de régulation financière– et celle de la résorption des pertes apparaissant dans la crise sont intrinsèquement liées. On savait que la crise japonaise est une crise de transition, d'adaptation de la régulation des activités financières. La théorie de la monnaie nous dit aussi que résoudre ce problème modifie les conditions dans lesquelles la liquidité est régulée au niveau macroéconomique. Il influence la capacité de résorption des pertes par la croissance. Dès lors, deux questions pouvaient être posées : (i) doit-on voir derrière la déflation persistante et la trappe à liquidité observées au Japon, le seul effet des perturbations d'une règle de paiement relâchée sur la qualité de l'allocation des facteurs, ou y a-t-il aussi un problème de régulation de la liquidité, et donc un problème de politique macroéconomique ? Ensuite, (ii) comment la méthode employée au Japon pour stabiliser le système bancaire –i.e. traiter les pertes– a-t-elle appréhendée la problématique de la transition vers la finance de marché, que l'on sait être à l'origine du cycle financier des années quatre-vingt ? Pourquoi a-t-elle bloquée la dynamique des adaptations de l'économie japonaise au nouvel environnement concurrentiel, le développement de la liquidité microéconomique en particulier, et en quoi ce blocage, s'ajoutant à l'illiquidité réelle de l'économie au niveau agrégé, a affecté en retour la stratégie bancaire ? Ces deux questions expliquaient ainsi l'intitulé de chacune des deux parties de l'ouvrage : *la liquidité sans la faillite et la faillite sans la liquidité*.

- Le chapitre consacré aux politiques macroéconomiques répond à la première question. Derrière le dérèglement des mécanismes macroéconomiques résultant des dysfonctionnements bancaires, il y a bien une crise des institutions de la liquidité. La difficulté de l'exercice consistait à sortir des raisonnements usuels de la macroéconomie, qui supposent qu'il n'y a pas de problème

microéconomique, pour les reconstruire suivant des hypothèses plus conformes au cas japonais. Pour mieux appréhender la qualité de la régulation de la liquidité au Japon, on l'a comparé à l'autre grande crise du vingtième siècle, la Grande Dépression aux Etats-Unis : un échec de politiques monétaire et budgétaire exceptionnellement expansives dans les deux cas, incapables d'empêcher une déflation persistante et une trappe à liquidité, mais sur des fonds de tableau radicalement contrastés au niveau de la norme de solvabilité, relâchée au Japon, très dure aux Etats-Unis. Ce qui ressortait de cette analyse, pour l'essentiel, c'était que le *problème d'anticipations* prend à chaque fois sa source dans une conception erronée des limites de la politique budgétaire, de ce que peut une banque centrale et donc, de la théorie de la monnaie qui doit fonder l'action de ce « *Prince-monnayeur* » qu'est l'agent public. Pour le cas japonais, qui nous intéresse, on peut dire en premier lieu que la politique budgétaire a été passive. Mais de même qu'un déficit budgétaire perd de sa légitimité quand, par sa composition, il empêche la bonne réallocation des facteurs, la passivité du budget japonais est en quelque sorte légitimée par le refus du gouvernement de modifier sa structure, laquelle amplifiait les dysfonctionnements produits par la règle de paiement molle au lieu de les réduire. Avant de faire de larges déficits, il fallait intégrer les reconnaître les dysfonctionnements dans l'allocation des facteurs entretenus par les banques, et les intégrer dans une stratégie budgétaire susceptible de les atténuer. La Banque du Japon a régulièrement dénoncé le gonflement de la dette publique, mais pas le problème de structure, exactement comme elle n'a jamais dénoncé la politique bancaire, même après son indépendance ! L'argument central de l'échec des institutions de la liquidité japonaises est celui de l'*independency-trap* de la Banque du Japon face au budget, ce que l'on pourrait traduire par le *dogme de l'indépendance*. C'est lui qui explique à la fois sa politique monétaire médiocre, en particulier l'échec toujours non reconnu de la politique quantitative, son conservatisme en matière d'inflation et son simplisme dans les questions de politique budgétaire. Ce *dogme de l'indépendance* utilise les réponses systématiques faciles apportées par le discours d'anticipations rationnelles des monétaristes et des classiques, pour affermir celui d'une banque centrale en quête de crédibilité. La pauvreté de la réflexion prend alors le visage du dogmatisme, de l'intransigeance. Ce travers est largement partagé par les banques centrales des pays riches. Mais au Japon, les besoins de liquidité macroéconomique exceptionnels engendrés par la longue crise bancaire rendent bel et bien réels les problèmes potentiels auxquels il renvoie. La banque centrale, incapable d'intégrer l'impact d'une règle de paiement relâchée dans la formation des anticipations –à la fois dans sa stratégie de politique monétaire et dans son dialogue avec le budget–, restreint l'ensemble du *policy-mix* et devient une cause de l'illiquidité de l'économie réelle. Derrière la crise bancaire et la

problématique de la transition du régime de la propriété, il y a donc une crise de la liquidité et derrière encore, devenue explicite, il y a une crise de la théorie de la monnaie.

Un rétablissement de la règle de paiement abordé en terme de coût d'usage de la faillite... ou le paradoxe japonais d'une liquidité microéconomique étouffée et recherchée

● Les chapitres IV et V consacrés à la microéconomie de la crise partent de cette conclusion : la stabilisation bancaire et la transition du régime de la propriété s'opèrent dans un environnement macroéconomique dégradé. Dit autrement, les réallocations de facteurs qu'implique normalement le rétablissement de la règle de faillite vont devoir être opérées malgré un marché d'actifs illiquide au niveau agrégé. Les enjeux de propriété sous-jacents au traitement des pertes bancaires vont donc être très durs et la résorption de ce problème de passif devrait amener nombre d'acteurs en difficulté à disparaître. Là-dessus se greffe la seconde problématique, celle de la transition du modèle financier –i.e. des processus de sélection des risques et d'allocation des facteurs–. Cette transition, c'est le passage de marchés internes d'allocation des facteurs coordonnés sur les usages communs informels du Système de Banque Principale, et dont la viabilité et l'observation reposent sur une faible concurrence et l'influence discrétionnaire du régulateur, à une allocation passant par des marchés externes ouverts par la libéralisation financière, tirant leur efficacité de leur liquidité microéconomique et celle-ci, de la transparence permise par un mode de gestion des défauts se conformant strictement au droit des contrats signés : la loi de faillite. Dans cette problématique sur l'adoption des nouvelles règles de fonctionnement, ce qui gêne les autorités, c'est que ces lois de faillite qui les décrivent et les défendent devront être réactivées au moment où, les marchés externes n'existant pas encore, l'illiquidité microéconomique est quasiment nulle et s'ajoute à l'illiquidité macroéconomique pour durcir les enjeux de propriété autour de la liquidation des pertes. Il faut appliquer la faillite quand il n'y a pas de liquidité microéconomique, donc quand les possibilités de valorisation des actifs dans la faillite sont les plus faibles et son coût d'usage le plus élevé. Au cœur de la crise japonaise, il y a cette erreur des autorités qui consiste à avoir conditionné le traitement des pertes par la faillite à la réduction préalable du coût d'usage de cette institution. Cette réduction est la plus forte quand la liquidité microéconomique des marchés d'actifs est développée, mais les autorités ne pouvaient pas compter dessus puisque la liquidité, en microéconomie comme en macroéconomie, repose sur le rétablissement préalable de la discipline des paiements –i.e. une bonne règle de monnayage du capital. La stabilisation bancaire, à travers le resserrement de la norme de solvabilité, n'a donc pu progresser que lentement, au rythme d'une réduction du coût d'usage de la faillite résultant uniquement de réformes institutionnelles visant à améliorer la conception des procédures elles-mêmes –ce

chantier devenant alors un levier de la stabilisation bancaire au lieu de son produit– et visant à accroître la transparence comptable et des structures de décision, susceptible d'accélérer la coordination dans la faillite. Au niveau de la politique prudentielle, cette transparence a amélioré la règle de faillite –la politique prudentielle– en facilitant le contrôle de la tutelle et en renforçant la crédibilité de son programme de durcissement progressif de la discipline des paiements

Cette tentative a amené les autorités à moderniser à marche forcée l'environnement microfinancier, imposant aux acteurs privés les canons d'un nouveau modèle qu'ils n'avaient aucune incitation à adopter d'eux-mêmes, tant que la norme de solvabilité, molle, ne les faisait pas buter sur le strict respect du droit des contrats. L'ironie est alors que le Japon a acquis en peu de temps un éventail d'institutions assurant l'efficacité de la finance de marché bien plus complet que nombre d'autres pays qui, ayant traité d'une manière radicale l'insolvabilité bancaire, n'ont pas senti de nécessité à le développer autant pour stabiliser leurs banques. Une curieuse conséquence de cette méthode de stabilisation « en douceur » est donc d'avoir fait entrer le Japon de plein pied dans le modèle du capitalisme classique anglo-saxon, bien plus que des pays comme la Suède ou la France. L'autre curieuse conséquence de cette méthode et d'avoir acquis toutes ces institutions de la finance de marché... sans ces marchés. La seule transparence n'a pas suffi pour créer une dynamique microéconomique de la liquidité. Dès lors, bien que substantielle, la baisse du coût d'usage de la faillite n'a pas non plus suffi pour y faire passer sans les faire disparaître les entreprises les plus fragiles, pour assurer leur survie sous les nouvelles règles. Pour y parvenir, il fallait autre chose : du temps –retarder la normalisation–... et l'IRCJ. Cet organisme, par lequel on a clôt le dernier chapitre, est comme le point d'orgue de cette politique de resserrement prudentiel à tâtons, le lieu de rapprochement le plus fort entre d'un côté, cette recherche de nouvelles normes de transparence pour inciter les *insiders* à mieux valoriser leurs actifs et de l'autre côté, la liquidité de marchés qui ont besoin d'un régime de la propriété dur pour se développer, de lois de faillite qu'une norme de solvabilité redressée incite effectivement à utiliser.

Une bonne réforme des lois de faillite d'entreprises ne fait pas de miracle en face d'une politique bancaire laborieuse et inaboutie

- Au verso de cette conclusion sur la difficulté à réconcilier valorisation des actifs et discipline des paiements, il y a le semi-échec de la stratégie employée par la tutelle pour stabiliser les banques. Pour éviter la faillite, elle a cherché à stabiliser les comportements de crédit en les incitant à s'ancrer sur un nouveau modèle bancaire, que les réformes imposées du contexte microfinancier incitaient à adopter. Elle avait ainsi conditionné plus ou moins explicitement le pardon pour les pertes passées à cette réforme structurelle, l'abandon de la banque à

l'engagement pour le modèle performant de la banque à l'acte des grands établissements commerciaux nord-américains : l'aboutissement du modèle de la finance anglo-saxonne avant l'assainissement. Dans son raisonnement à rebours, ce changement structurel devait contribuer à relever des marges d'exploitation anormalement faibles et par là, inciter des actionnaires bancaires trop protégés à sortir de leur inertie et à se projeter d'eux-mêmes sur le long terme. Les bilans des grandes banques commerciales ont été nettoyés, mais cette politique structurelle a échoué. La rentabilité d'exploitation n'a pas bougé et les banques pratiquent encore leurs anciennes relations à l'engagement. Elles ont donné du temps à leurs emprunteurs en difficulté pour s'adapter aux nouvelles, de sorte que l'effacement des pertes bancaires au passif a nettement précédé la reconstitution des portefeuilles de crédit et la restructuration réelle des emprunteurs sauvés, c'est-à-dire, une restructuration de l'actif censée être concomitante. D'où une liquidité macroéconomique qui, mieux assurée aujourd'hui, a permis ces accords de sauvetage sans les apparenter à un retour en arrière, mais à laquelle les bilans bancaires sont très sensibles. D'où aussi le maintien des pratiques de crédit peu efficaces malgré la création de toutes les institutions de la finance de marché. D'où enfin une incitation naturelle des actionnaires à réduire plutôt qu'augmenter les fonds propres –pour éviter la dilution des droits de contrôle– renforcée par cette faible rentabilité bancaire.

Cette politique structurelle a échoué parce que de même que la liquidité microéconomique capable de faire baisser le coût d'usage de la faillite ne peut pas se développer sans discipline des paiements, rien n'incite des banques sous pression de la concurrence à réviser leur modèle et reconfigurer leurs portefeuilles de crédits quand une norme de solvabilité relâchée leur permet de conserver leurs clients dans une relation peu rentable. Faute de contrainte dure, la concurrence a paralysé la réforme et, encore une fois, l'évolution des règles de comportement. Pour y arriver, la tutelle aurait dû maintenir sa pression sur les comportements bancaires après l'assainissement, notamment en devenant elle-même un actionnaire exemplaire. C'est ce qu'elle n'a pas osé.

- Quand aux nouvelles lois japonaises de faillite d'entreprise, la norme de paiement relâchée et les anciennes institutions microéconomiques qui facilitaient l'opacité sont apparues comme les obstacles à l'adoption des nouveaux principes de comportement défendus par ces lois de manière plus évidente. Ici, la valorisation de l'actif dans les procédures légales de restructuration se pose explicitement comme un problème de coopération, d'harmonisation d'horizons temporels différents grâce à la liquidité. L'interdépendance entre une liquidité qui ne peut pas se développer sans la faillite et une faillite qui a besoin de la liquidité pour renforcer son usage est alors plus nette. L'histoire de la procédure dite du *railroad receivership* était doublement intéressante pour

appréhender concrètement ce problème. Ancêtre du *Chapter 11*, elle retrace l'histoire de la première codification d'une procédure de faillite intégrant des préoccupations d'actif –ce que les autorités japonaises recherchaient en priorité–. Elle était aussi utilisée dans un contexte illiquide, et pour des cas de défauts aux caractéristiques proches des cas les plus problématiques rencontrés au Japon. Dans une économie où les défauts étaient traités selon des règles informelles parce que le coût de restructuration légale était prohibitif, l'introduction d'un *Chapter 11* au Japon a considérablement amélioré les conditions de l'activité de crédit des banques en améliorant les chances de survie de nombreuses entreprises en difficulté. L'étude de la procédure montre que les autorités ont bien dosé la réforme, en l'adaptant au cadre particulier du Japon. Dès lors, elle a maintenu fermée ses portes à des entreprises sans avenir mais encore protégées par une norme de solvabilité molle. Comme l'inertie des comportements bancaires fait obstacle au développement de la liquidité des marchés de cession, des entreprises qui pouvaient éventuellement être sauvées dans un contexte plus liquide furent également exclues de la restructuration légale et maintenues dans une zone d'aléa moral. Le seul moyen de les en rapprocher est de fournir aux créanciers de meilleurs moyens de contrôle sur les *insiders*, en améliorant la transparence des comptes et des processus de décision à l'intérieur des entreprises. C'est la même dynamique auto-renforçante de production de normes sans production de liquidité, que celle observée dans le cas de la politique prudentielle, et qui se déclenche dès lors que l'on commence à réancrer les comportements privés dans le droit des contrats. En bout de chaîne, l'organisme hybride qu'est l'IRCJ est intervenu comme un trait d'union entre cette dynamique poussée par les autorités, et celle bloquée de la liquidité. Il se rapproche en cela de la mécanique du *receivership*. Mais tandis que la liquidité qu'il apportait avait pour contrepartie l'opacité et la non concurrence sur le marché de la restructuration –autant d'appuis insuffisants pour assurer la survie du système dans la crise–, celle apportée par l'IRCJ vient d'une source publique, a pour contrepartie la transparence, tandis qu'elle organise en parallèle la concurrence sur le marché de la restructuration. La liquidité enfin sous condition de la faillite.

Une crise de la théorie monétaire ?

- Dans la dernière phase de la stabilisation bancaire, depuis 2003, le soutien conjoncturel a partiellement répondu au problème central se posait à la tutelle. Il a renforcé la crédibilité du durcissement à terme de la norme de solvabilité en réduisant l'horizon de cette échéance. Dans un cadre prudentiel pas encore normalisé, il a ainsi renforcé en aval la qualité des négociations entre les banques et les entreprises à l'origine des créances douteuses. A deux reprises, en 1996-97 et en 1999-2000, la reprise macroéconomique avait servi de prétexte à relâcher la norme de

solvabilité. Mais depuis l'engagement de la politique bancaire structurelle, la relation s'est inversée : cette liquidité macro a amélioré la règle de faillite. Qu'est-ce qui a contribué à ce renversement ? La baisse du coût de la faillite légale a été une incitation à accentuer la pression prudentielle sur des banques, mais cela ne pouvait pas suffire. La relation positive entre liquidité macro et normalisation de la règle de faillite est venue de la transparence. Elle n'a pas suffi non plus pour stabiliser les comportements bancaires, mais en rendant les problèmes d'incitation évidents, donc en explicitant les responsabilités, elle a permis d'emprisonner une autorité prudentielle non indépendante dans une dynamique irréversible de relèvement de la contrainte de solvabilité. Au niveau des relations de crédit, en s'emprisonnant dans cette dynamique de production de normes, la tutelle a permis aux acteurs du système de banque principale de sortir de l'équilibre de Nash dans lequel l'opacité et la dilution des responsabilités les incitaient à se maintenir, exactement comme on tire le fil d'une pelote de laine.

Ceci ramène à la réflexion théorique au cœur du premier chapitre de cet ouvrage, où on affirme que la compréhension de la croissance et des fluctuations de l'activité repose sur une conception de la monnaie en terme d'organisation, qui est la seule capable d'associer la rationalité et l'incertitude. Cette transparence, qui dans le fond explique le renversement du rapport de la liquidité macro à la règle de faillite, s'enracine dans la séparation intervenue entre celle-ci et la troisième institution dont nous avons peu parlé mais qui, avec la liquidité macro et la faillite, fonde un régime monétaire : le prêt en dernier ressort. Sur un marché concurrentiel, cette séparation au niveau micro entre la source de la liquidité et les principes de la faillite, entre le pouvoir monétaire du Prince et les règles qui fondent la propriété privée, fait que le droit des contrats défendu dans les lois de faillite est la seule référence sur laquelle l'ordre de la propriété s'établit. C'est elle qui met du sens derrière ce concept flou de transparence et qui, dans le cas du Japon, imposera aux autorités une progression par paliers de la règle de faillite, avec des marches de plus en plus hautes. La crise japonaise a montré par sa longueur et par ses errances en quoi, derrière la diversité des problématiques qui ont surgi, derrière la question de l'insolvabilité bancaire, de la transition du modèle de gouvernance et en amont, du régime de la propriété, derrière le thème de l'indépendance de la tutelle bancaire, de l'indépendance de la banque centrale et derrière le problème de la dette publique, il y a une autre crise, qui rassemble en un problème unique tous ces volets diffus de l'histoire monétaire des années quatre-vingt, et que tous les pays riches ont eu à traiter. Ce problème unique, c'est la crise de la théorie de la monnaie que nous utilisons. De l'économie keynésienne, nous avons adopté toutes les institutions émergées de la Grande Dépression, la faillite, le prêt en dernier ressort et le *policy-mix*. Mais le monétarisme des années soixante-dix et quatre-vingt a greffé sur ces institutions une conception de la monnaie-

marchandise incapable de les expliquer. Du coup on en a oublié le lien. La crise japonaise, par sa longueur, par la diversité des politiques tentées et par la richesse des phénomènes économiques inédits dans un pays riche, a poussé cette théorie monétaire désuète dans ses retranchements : la politique monétaire quantitative. Si nous voulons que la concurrence aujourd'hui plus intense génère de la croissance et pas seulement de l'instabilité, nous devons revenir sur tous les raisonnements économiques arrêtés, la foi aveugle en l'équilibre de long terme, restes d'un temps révolu où la monnaie, prise pour une marchandise, presque un obstacle au développement du capitalisme, devait être neutre. Nous devons penser la macroéconomie comme la microéconomie, en terme d'incertitude et d'incitation. A ces deux niveaux, Coase doit rencontrer Nash. Nous devons voir dans la monnaie, non pas une marchandise, mais une organisation rationnelle ancrée dans le droit et la politique, capable de produire de la cohérence dans les comportements d'individus qui dépendent les uns des autres, une organisation capable de produire un ordre que le marché ne génère pas spontanément, et dont nous avons besoin pour anticiper, pour que malgré l'incertitude paralysante avec laquelle nous devons vivre, le capitalisme puisse se développer sans s'autodétruire, pour à la fois rendre l'incertitude supportable et cultiver l'instinct de l'entrepreneur.

Bibliographie

- ABE Shinichiro, *Recent developments in Insolvency in Japan*, 4th Forum For Asian Insolvency Reform, session III, New-York USA, 7-8 june 2004.
- ADLER Barry E., *Financial and political theories of American corporate bankruptcies*, 45 Stanford Law Review, 79, 1992.
- AGLIETTA Michel, BOYER Robert, LORDON Frederic, ORLEAN André & THERET Bruno [2000– I.1.4].
- AGLIETTA Michel & MOUTOT Philippe, *Le risque de système et sa prévention*, Banque de France : Cahiers Economiques & Monétaires, n°41, 1993, p. 21.
- AHARONEY Joseph & SWARY Itzhak, *Contagion Effects of Bank Failures: Evidence from the Capital Markets*, Journal of Business n°6, 1983, pp.305-21.
- AHEARNE Alan, GAGNON Joseph, HALTMAIER Jane, KAMIN Steve & alii, *Preventing deflation : lessons from Japan's experience in the 1990's*, US Federal Reserve Board : International Finance Discussion Papers n°729, June 2002.
- AKERLOF George, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly-Journal-of-Economics; 84(3), Aug. 1970, pp. 488-500.
- ÅKERMAN Gustaf, *Realkapital und kapitalzins*, Stockholm, 1923.
- ALSTON Lee J., *Tenure choice in southern agriculture : 1930-1960*, Explorations in Economic History, vol.18, july 1981, pp.211-32.
- ANARI Ali, KOLARI James & MASON Joseph R., *The speed of bank liquidation and the propagation of the Great Depression*, Drexel University working paper, september, 2000.

- ANDERSON Christopher W. & CAMPBELL Terry W., *Corporate governance of Japanese banks*, mimeo, 2000.
- AOKI Masahiro. *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge : Cambridge University Press, 1988.
- AOKI Masahiro. *Toward an economic model of the Japanese firm*, Journal of Economic Literature, 1990 n°28, pp.1-27.
- AOKI Masahiko & DINÇ Serdar, *Relational financing as an institution and its viability under competition*, Stanford University Center for Economic Policy Research document, may 20th 1997.
- AOKI Masahiro & OKUNO-FUJIWARA Masahiro (eds), *The role of government in East Asian economic development*, Oxford, Oxford University Press, 1996.
- AOKI Masahiko & PATRICK Hugh (eds) : *The Japanese main bank system: Its relevance for developing and transforming economies*, Oxford University Press, New York, 1994.
- AOKI Masahiko, PATRICK Hugh & SHEARD Patrick : *The Japanese main bank system: an analytical and development view*, in Aoki Masahiko & Patrick Hugh (eds) [1994].
- AOKI Kosuke, PROUDHMAN James & Vlieghe Gertjan W., *House prices, consumption and monetary policy : a financial accelerator approach*, Journal of financial intermediation, vol.14, n°4, 2004, pp.414-35.
- AOKI Masahiro & SAXONHOUSE Gary R. (eds), *Finance governance & competitiveness in Japan*, New York : Oxford University Press, 2000.
- ARAKI Takashi, *Corporate Governance Reforms, Labor Law Developments, and the Future of Japan's Practice-Dependent Stakeholder Model*, 2005, University of Tokyo, mimeo.
- ARIGA Kenn & KENJI Matsui, *Mismeasurement of the CPI*, NBER Working Papers n°9436, January 2003.
- ARRINGTON Leonard J., *Western agriculture and the New-Deal*, Agricultural history vol.49, 1969, pp.337-52.
- AVELINE Natacha, *Japon : quand le gouvernement se mêle des prix fonciers*, Urbanisme et Architecture n°248, juin 1991, pp.11-12.
- AVELINE Natacha, *La bulle foncière au Japon*, Editions de l'ADEF, Paris, 1995.
- AVELINE Natacha, *L'opacité de l'information foncière en France et au Japon, aspects comparés*, in *Japon pluriel 2*, actes du 2^{ème} colloque de la Société Française des Etudes Japonaises, Picquier, Arles, 1998, pp.391-396.
- AVELINE Natacha, *Retournement des marchés fonciers et politique publique (1990-1997)*, in BOURDIER Marc & PELLETIER Philippe (eds), *L'archipel accaparé, la question foncière au Japon*, Editions de l'EHESS, Paris 2000, pp. 253-272.

- AVELINE Natacha, *Le Japon*, Coll. Memento, Belin, Paris, 2004.
- BAGEHOT Walter, *Lombard Street : a description of the money market*, New-York : John Wiley, 1873, réimpression 1999.
- BAILY Martin Neil, *The Labor Market in the 1930s*, in James TOBIN (ed), *Macroeconomics. Prices and Quantities*, Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1983, pp. 21-61.
- BAIRD Douglas G. & JACKSON Thomas, *Cases, Problems, and Materials on Bankruptcy*, 2nd ed. 1990.
- BAIRD Douglas G. & JACKSON Thomas, *Corporate reorganization and the treatment of diverse ownership interests: a comment on adequate protection of secured creditors in bankruptcy*, 51 University of Chicago Law Review 97, 1984.
- BAIRD Douglas G. & RASMUSSEN Robert K. *The end of bankruptcy*, Stanford Law Review, vol. 55, 2002.
- BAIRD Douglas G. & RASMUSSEN Robert K. *Chapter 11 at twilight*, Stanford Law Review 2003.
- BAIRD, Douglas G. *Elements of bankruptcy*, New-York : Foundation Press, Ed. 2001.
- BALTENSPERGER Ernst, *Credit rationing : issues and questions*, Journal of Money, Credit and Banking vol. 10(2), 1978, pp.170-83.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Bank failures in mature economies*, Basel Committee on Banking Supervision : Working Paper n°13, april 2004.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *67^e rapport, 1^{er} avril 1996 - 31 mars 1997*, Bâle : BRI, 1997.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *68^e rapport, 1^{er} avril 1997 - 31 mars 1998*, Bâle : BRI, 1998.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lending, first half 1997*, Bâle : BRI, janvier 1998a.
- BANK OF JAPAN, *Annual Review*, Tokyo, 1998.
- BANK OF JAPAN, *Price developments in Japan –a review focusing on the 1990's*, Research Papers October 6th, 2000.
- BANK OF JAPAN, *Developments in profits & balance sheets in FY200 and banks' mamagement tasks*, Quarterly bulletin, november 2001.
- BANK OF JAPAN, *Japanese financial institutions' efforts to address their management tasks*, Quarterly bulletin, august 2002.
- BANK OF JAPAN, *Japan's non performing loan problem*, Quarterly bulletin, November 2002b
- BANK OF JAPAN, *Review of Japanese banks profits and balance sheets in fiscal 2002*, Quarterly bulletin, November 2003a.

- BANK OF JAPAN, *Evaluating the economic value of loans and the implications: toward transformation of the business model of banks and nonbanks firms*, Quarterly bulletin, august 2003b.
- BANK OF JAPAN, *Overview of Japanese banks: observations from financial statements for fiscal 2003*, Report, july 2004.
- BANK OF JAPAN, *Money Market Operations in Fiscal 2003*, Financial Market Department Report, August 2004b.
- BANK OF JAPAN, *Money Market Operations in Fiscal 2004*, Financial Market Department Report, August 2005.
- BAYOUMI Tamim, *The Japanese fiscal system and fiscal transparency*, in Bijan B. AGHEVLI, Tamim BAYOUMI & Guy MEREDITH, *Structural change in Japan : macroeconomic impact and policy challenges*, Washington : IMF, 1998.
- BAYOUMI Tamim, *The Morning After – Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s*, International Monetary Fund Working Paper: WP/99/13, January 1999.
- BAYOUMI Tamim, *Where are we going? The output gap and potential growth*, in BAYOUMI & COLLYNS [2000], pp.89-106.
- BAYOUMI Tamim & COLLYNS Charles (eds), *Post-bubble blues*, Washington : IMF, 2000.
- BEAUD Michel & DOSTALER Gilles, *La pensée économique depuis Keynes*, Paris : Editions Poche, Coll. Point Economie, 1996.
- BELLOFIORE Riccardo, *Between Wicksell and Hayek, Mises' theory of money and credit revisited*, American Journal of Economics and Sociology, vol.57 n°4, october, pp.531-76, 1998.
- BENETTI Carlo, *Hayek, la monnaie et la tendance à l'équilibre*, Economie Appliquée, vol. XLVIII n°4, pp.61-75, 1995.
- BEBCHUK Lucian, *A new approach to corporate reorganizations*, Harvard Law Review n°101, 1988, p.775.
- BEBCHUK Lucian & ROE Marc, *A theory of path dependence in Corporate Governance and ownership*, Columbia University Working Paper, n°131, 1999.
- BEBCHUK Lucian, COATES John & SUBRAMANIAN Guban, *The powerfull antitakeover effect of staggered boards : theory, evidence and policy*, 54 Stanford Law Review, 887, 2002.
- BERG Claes, & JONUNG Lars, *Pioneering price level targeting : the Swedish experience 1933-37*, Journal of Monetary Economics n°43, 1999, pp.525-52.
- BERGLOF Erik & PEROTTI Enrico *The governance structure of the Japanese financial keiretsu*, Journal of financial Economics, n°36, 1994, pp.259-84.
- BERNANKE Ben S., *Non monetary effects of the financial crises in the propagation of the great depression*, American Economic Review, June, 1983.

- BERNANKE Ben S., *Japanese monetary policy : a case of self induced paralysis*, in Adam POSEN & Ryoichi MIKITANI (eds), *Japan's financial crisis and its parallels to US experience*, Washington : Institute of International Economics Special Report n°13, 2000, pp.149-66.
- BERNANKE Ben S., *Deflation : make sure 'it' doesn't happen here*, Federal Reserve Board Governor's Speech before the National Economists Club, Washington D.C. November 21st 2002.
- BERNANKE Ben S., *Some thoughts on monetary policy in Japan*, Federal Reserve Board Governor's speech on may 31st, 2002.
- BERNANKE Ben S. & BLINDER Alan S., *Credit, money and aggregate demand*, American Economic Review, Papers & Proceedings, n°78, 1988, pp.435-39.
- BERNANKE Ben S. & BLINDER Alan S., *The federal fun rate and the channels of monetary transmission*, American Economic Review, vol. 82, 1992, pp.901-21.
- BERNANKE Ben S. & GERLTER Mark, *Agency cost, net worth and business fluctuations*, American Economic review vol. 79 n°1, 1989, pp. 14-31.
- BERNANKE Ben S. & GERTLER Mark, *Financial fragility & economic performance*, Quarterly Journal of Economic, n°105, 1990, pp.87-114.
- BERNANKE Ben S. & GERLTER Mark, *Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission*, Journal of Economic Perspectives Vol.9 n°4, Fall 1995, pp.27-48.
- BERNANKE Ben S., GERTLER Mark & GILCHRIST Simon, *The financial accelerator and the flight to quality*, NBER Working Paper n°4789, 1994.
- BERNANKE Ben S., GERTLER Mark & GILCHRIST Simon, *The financial accelerator and the flight to quality*, The Review of Economics & Statistics vol.78(1), 1996, pp.1-15.
- BERNANKE Ben S., GERTLER Mark & GILCHRIST Simon, *The financial accelerator in a quantitative business cycle framework*, in Taylor & Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, Elsevier, 1999.
- BERNANKE Ben S. & MIHOV Ilian, *Deflation and monetary contraction in the great depression : an analysis by simple ratios*, INSEAD Working Paper 9945-EPS, 1999.
- BERNANKE Ben S. & MISHKIN Frederic, *Inflation targeting : a new framework for monetary policy ?*, Journal of Economic Perspectives, vol.11(2), Spring 1997, pp.97-116.
- BERNANKE Ben S. & PARKINSON Martin, *Unemployment, inflation and wages in the American depression : are there lessons for Europe?*, NBER Working Paper n°2862, february 1989.
- BERNANKE Ben S. & POWELL James L., *The cyclical behavior of industrial labor markets : a comparison of the pre-war and post-war eras*, in R. J. GORDON (ed), *The american business cycle : continuity and change*, Chicago : University of Chicago Press, 1986, pp.583-621.

- BERNANKE Ben S. , REINHART Vincent & SOCK Brian, *An empirical assessment of monetary policy alternatives at the zero bound*, Brookings Papers on Economic Activity, vol.2, 2004, pp.1-109.
- BERNSTEIN Michael, *The great depression : delayed recovery and economic change in America*, Cambridge : Cambridge University Press, 1997.
- BERTIN Amy, BRESNAHAN Timothy & RAFF Daniel, *Localized Competition and the Aggregation of Plant-Level Increasing Returns: Blast Furnaces, 1929-1935*, Journal of Political Economy, vol. 104, n°2, 1996, pages 241-66.
- BLANCHARD Olivier, *Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations*, Economic Letters, Vol. 3, 1979.
- BLANCHARD Olivier et WATSON MarkW., *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*, in Patrick WATCHEL (ed), *Crises in the Economic and Financial Structure*, Lexington, Mass.: Lexington BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Supervisory guidance on dealing with weak banks*, Basel Committee on Banking Supervision : Report on the Task Force on Dealing with Weak banks, march 2002.
- BLUM Walter A. *The law and language of corporate reorganization*, University of Chicago Law Review n°17, 1950, p.565.
- BOHM-BAWERK Eugen (von), *Das positive theorie des capitales*, Innsbruck, Première publication 1889, Trad George D. HUNCKE, *The positive theory of capital*, Illinois : South-Holland, 1959.
- BONSER-NEAL C. & TANNER G., *Central bank intervention and the volatility of foreign exchange rates: evidence from the options market*, Journal of International Money and Finance vol. 15, 1996, pp.853-78.
- BORDO Michael, ERCEG Christopher & EVANS Charles, *Money, sticky wages and the Great Depression*, American Economic Review vol.90 n°5, december 2000.
- BORDO Michael, ITO Takatoshi & IWASAKO Tokuo, *Banking crises and monetary policy : Japan in the 1990's and US in the 1930's*, University of Tsukuba Working paper, 1997.
- BORIO Claudio E.V., KENNEDY Mike & PROWSE Stephen D., *Exploring aggregate asset price fluctuations across countries*, BIS Economic Papers n°40, april 1994.
- BOSKIN Michael J., DULBERGER Ellen R., GORDON Robert J., GRILICHES Zvi & JORGENSON, *Toward a more accurate measure of the cost of living*, Final Report to the US Senate Finance Committee, December 4th 1996.
- BOYER Robert, *D'un crack boursier à l'autre : Irving Fisher revisité*, Revue française d'Economie n°3, Eté 1988, pp.183-216.

- BOYER Robert, *Rapport salarial et régime d'accumulation au japon : émergence originalité et prospective – premiers jalons*, Mondes en développement, n°79-80, 1992, p. 31-61.
- BOYER Robert & JULLIARD Michel, *The Wage Labour Nexus Challenged*, in R. BOYER & YAMADA (eds) [2000], pp. 119-37.
- BOYER Robert & YAMADA Takeshi (eds.), *Japanese Capitalism in Crisis. A Regulationist Interpretation*, Routledge, 2000.
- BRADLEY Michael & ROSENZWEIG Michael, *The untenable case of chapter 11*, Yale Law Journal vol. 101, 1992, p.1043.
- BREMS Hans, *Time and interest : Böhm-Bawerk and Åkerman-Wicksell*, Duke University Press : History of Political Economy, vol. 20-4, 1988.
- BRENDER Anton & PISANI Florence, *Risque de déflation par la dette en Europe et aux Etats-Unis : quelques observations*, Revue de l'OFCE n°86, Juillet 2003, pp.31-41.
- BRESNAHAN Timothy & RAFF Daniel, *Intra-industry heterogeneity and the great depression : the American motor vehicles industry, 1929-35*, Journal of Economic History, vol.51, n°2, june 1991, pp.317-31.
- BROSSARD Olivier, *D'un krach à l'autre : instabilité et régulation des économies monétaires*, Ed. Grasset & Fasquelle, 2001, Paris.
- BROWN Cary E., *Fiscal policy in the 30's : a reappraisal*, AER n°46, December 1956, pp.857-79.
- BUCHHEI Lee C. & GULATI Mitu G. *Sovereign bonds and collective will*, Washington DC : Georgetown University Law Center Working Paper n°34, march 2002.
- BUTTER Willem H & PANIGIRTZOGLOU Nikolaus, *Liquidity traps : how to avoid them and how to escape them*, Bank of England Working Paper n°111, april, 2000.
- BULLOW Jeremy & SHOVEN John B. *The bankruptcy decision*, Bell Journal of Economics 9, 1978, pp.437-56.
- BUTKIEWICZ James L., *The RFC, the Gold Standard and the banking panic of 1933*, University of Delaware Working Paper n°11, 1995.
- BUTKIEWICZ James L. & MARTIN Matthew A., *Agricultural investment and the interwar business cycle*, Delaware University : Alfred Lerner College of Business & Economics Working Paper n°02-10, October 2003.
- CABALLERO Ricardo J., HOSHI Takeo & KASHYAP Anil K., *Zombie lending and depressed restructuring in Japan*, NBER Working Papers w12129, April, 2006.
- CAI Jun, CHEUNG Yan-Leung, LEE Raymond & MELVIN Michael, *'Once-in-a-Generation' Yen Volatility in 1998: Fundamentals, Intervention, and Order Flow*, W. P. Carey School of Business, Arizona State University , Department of Economics Working Papers 99-7, 1999.

- CALLEN Tim & OSTRY Jonhattan D. (eds.), *Japan's lost decade*, Washington : IMF, 2003.
- CALOMIRIS Charles W. & HUBBARD Robert G., *Price flexibility, credit availability and economic fluctuations: evidence from the United-States 1884-1909*, Quarterly Journal of Economics, n°104, 1989, pp.429-52.
- CALOMIRIS Charles W. & MASSON Joseph R., *Causes of US bank distress during the depression*, NBER working paper n°7919, September 2001.
- CALOMIRIS Charles W. & MASSON Joseph R., *How to restructure failed banking systems : lessons from the US in the 1930's and Japan in the 90's*, Paper presented to the twelfth Annual Asian Seminar on Economics, june 28-30, Hong-Kong, 2001.
- CARABELLI Anna & de VECCHI Nicolo, *Hayek and Keynes : from a common critique of economic method to different theories of expectations*, Review of Political Economy, vol XIII n°3, november, pp.269-85, 2001.
- CARGILL Thomas F., *Clark Warburton and the development of monetarism since the Great Depression*, History of Political Economy vol.11, Fall 1979, pp.425-49.
- CARGILL Thomas, *Is the Bank of Japan's financial structure an obstacle to policy ?*, IMF Staff Papers vol.52 n°2, 2005, pp.311-34
- CARGILL Thomas F., HUTSCHINSON Michael M. & ITO Takatoshi, *The political economy of Japanese monetary policy*, Cambridge : MIT Press, 1997.
- CARGILL Thomas F., HUTSCHINSON Michael M. & ITO Takatoshi, *Financial policy & central banking in Japan*, Cambridge : MIT Press, 2001.
- CARGILL Thomas F., HUTCHINSON Michael M. & ITO Takatoshi, *The banking crisis in Japan*, in CAPRIO Gerard, HUNTER William C, KAUFMAN George G. & LEIPZIGER Danny M. (eds.), *Preventing bank crises : lessons from recent global bank failures*, Washington : World Bank, Economic Development Institute Development Studies, 1998, pp. 173-92.
- CAPRIO Jr Gerald & KLINGEBIELD Daniela, *Bank insolvencies : cross-country experience*, World Bank Working paper n°1620, july 1996.
- CARLSTROM Charles T. & FUERST Timothy S., *Agency costs, net worth and business fluctuations; a computable general equilibrium analysis*, American Economic Review, Vol. 87, 1997, pp.893-910.
- CARTELIER Jean, *La monnaie*, Paris : Flammarion, Coll. Dominos, 1996.
- CASTELLO-BRANCO Marta (de), KAMMER Alfred & PSALIDA Effie L., *Financial sector reform and banking crisis in the Baltic countries*, IMF Working Paper n°134, december 1996.
- CHANDLER Alfred D., *America's greatest depression*, New-York : Harper & Row, 1970.
- CHANDLER Alfred D. & GALAMBOS Louis, *The development of large-scale economic organizations in modern America*, Journal of Economic History, vol.30 n°1, march, 1990, pp.201-17.

- CHATTERJEE Sris & al. *Debtor in Possession financing*, mimeo, may 31th 2002.
- CLAESSENS Stijn & KLAPPER Leora F., *Bankruptcy around the world: explanation of its relative use*, World Bank Policy Research Working Paper 2865, July 2002.
- CLARKE Sally, *New Deal regulation and the revolution in american farm productivity : the case study of the diffusion of the tractor in the Corn Bel, 1920-40*, Journal of Economic History 51, march 1991, pp.101-23.
- CLOUSE James, HENDERSON Dale, ORPHANIDES Athanasios, SMALL David & TINSLEY Peter, *Monetary Policy When the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero*, Topics in Macroeconomics, vol. 3, issue 1, 2003, p.1088-105.
- COENEN, Gunter & WIELAND Volker, *The Zero-Interest-Rate Bound and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan*, Journal of Monetary Economics, Vol. 50, July 2003, pp.1071–101.
- CONTAMIN Rémy & DENISE Caroline, *Quelle autonomie pour les politiques monétaires sous l'étalon-or 1880-1913*, Economie Internationale, n°2, 1999, pp.50-84.
- CONTAMIN Rémy & LACU Cyrille, *Origines & dynamiques de la crise asiatique*, L'année de la Régulation, Volume 2, 1998, pp.11-59.
- CORIAT Benjamin, *La spécificité de l'économie japonaise à la lumière de la théorie de la régulation*, Mondes en développement, n° 79/80, 1992, p. 109-19.
- COUDERT Virginie & VERHILLE Florence, *À propos des bulles spéculatives*, Bulletin de la Banque de France n°95, novembre 2001.
- COURTIS Neil & MANDER Benedict (eds.), *Accounting Standards for Central Banks*, London : Central Banking Publications, 2003.
- DeBONIS Riccardo, GUISTINIANI Alessandro & GOMEL Giogio, *Crises and bails-out of banks and countries: linkages, analogies and differences*, UK, Oxford : Blackwell Publisher, 1999.
- DELONG J. Bradford & SUMMERS Lawrence H., *How does macroeconomic policy matter ?*, Brookings Papers on Economic Activity vol.2, 1988, pp.433-80
- DEMSETZ Rebecca & LEHN K., *The structure of ownership : cause and consequences*, Journal of Political Economy n°93, 1985, pp.1155-1177.
- DEMSETZ Rebecca S., SAIDENBERG Marc R. & STRAHAN Philip E., *Banks with something to lose : the disciplinary role of franchise value*, Federal Reserve Board Economic Policy Review vol.2 n°2, October 1996, pp.1-15.
- DIAMOND Douglas W., *Financial intermediation and delegated monitoring*, Review of Economic Studies vol.51, 1984, pp.393-414.

- DODWELL MARKETING CONSULTANTS. *Industrial Grouping in Japan : The Anatomy of the Keiretsu*, 12th edition, 1996-97.
- DOMINGUEZ Kathryn M., *Central bank intervention and exchange rate volatility*. Journal of International Money and Finance, vol.17, 1998, pp.161-90.
- DORFMAN Robert, *Economic theory and public decisions : Selected essays of Robert Dorfman*. Previously published : 1959, in *Economists of the Twentieth Century series*. Cheltenham, U.K. and Lyme, N.H. : Elgar; pages 114-20, 1997.
- DOWD Kevin, *The State and the Monetary System*, London : Phillip Man, 1989.
- DREES Burkhard & PAZARBIASIOGLU Ceyla, *The nordic banking crises : pitfall in financial liberalization ?*, IMF Working Paper n°95-61, June 1995.
- DRIFFILL John & SOLA Martin, *Intrinsic Bubbles and Regime-Switching*, Journal of Monetary Economics, Vol. 42-2, 1998, pp.357-73.
- DUMÉNIL Gérard & LÉVY Dominique, *The Great Depression : a paradoxical event ?*, CEPREMAP Working Paper n°9510, september 1995.
- DZIOBEK Claudia & PAZARBIASIOGLU Ceyla, *Lessons from systemic bank restructuring : a survey of 24 countries*, IMF Working Paper n°97-161, December 1997.
- EGGERTSSON Gauti & OSTRY Jonathan, *Does excess liquidity pose a threat in Japan*, IMF Policy Discussion Paper n°2, april 2005.
- EGGERTSSON Gauti & WOODFORD Michael, *The Zero Bound on Short-Term Interest Rates and Optimal Monetary Policy*, Brookings Papers on Economic Activity, n° 1, 2003, pp.139–211.
- EHS Law Bulletin Series, *Japanese laws relating to banks*, EHS 1991 vol. 4, Tokyo : Eibun-Horeisha Print.
- EICHENGREEN Barry & TEMIN Peter, *The Gold Standard and the Great Depression*, NBER Working Paper: 6060, June 1997.
- MORINSK James & BAYOUMI Tamim, *A Peek Inside the Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan*, IMF Working Papers n°99/137, 1999.
- FAZZARI Steven & PAPADIMITRIOU Dimitri B., *Financial conditions and macroeconomic performance : essays in honor of Hyman Mnisky*, Printing M.E. Sharpe, London, England, Armonk N-Y, 1992.
- FELDSTEIN Martin, Comment on *Is there a role for fiscal policy*, in *Rethinking stabilization policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, 2002, pp.151-62.
- FENN George, LIANG Nellie & PROWSE Stephen, *The economics of the private equity market*, Board of Governors of the US Federal System Staff Study n°168, 1995.

- FERDERER J. Peter & ZALEWSKI David A., *Uncertainty as a Propagating Force in the Great Depression*, *The Journal of Economic History*, vol.54 n°4, 1994, pp.825-49.
- FISHBACK Price V., HORRACE William C. & KANTOR Shawn, *The impact of New Deal expenditures on local economic activity: an examination of retail sales, 1929-1939*, NBER Working Paper n°8108, February 2001.
- FISHER Irving, *The purchasing power of money*, First Print 1911, in William J. BARBER (ed.), *The Works of Irving Fisher: Volume 8: The Money Illusion and Related Writings*, Pickering Masters series, London and Brookfield, Vt.: Pickering and Chatto, pp. 1-7, 1996.
- FISHER Irving, *The "Impatience Theory" of Interest: A Study of the Causes Determining the Rate of Interest*, First Print 1930, in William J. BARBER (ed.), *The works of Irving Fisher, volume 3 : The rate of interest*, Pickering Masters series, London and Brookfield, Vt.: Pickering and Chatto, pp. 482-503, 1996.
- FLATH David. *The keiretsu puzzle*, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol.10 n°2, June 1996.
- FLECK Robert, *Essays on the political economy of the New-Deal*, PhD Dissertation, Stanford University, 1994.
- FLECK Robert, *Population, land, economic conditions and the allocation of New Deal Spending*, *Explorations in Economic History*, 2001, vol.38 n°2, pp.296-304.
- FRY Maxwell J., *The fiscal abuse of central banks*, IMF Working Papers n°58, 1993.
- FREIXAS Xavier & ROCHET Jean-Charles, *Microeconomics of banking*, Cambridge, Massachusetts : MIT Press (fourth printing), 1997.
- FRENKEL Michael, PIERDZIOCH Christian & STADTMANN Georg, *On the determinants of 'small' and 'large' foreign exchange market interventions : the case of the Japanese interventions in the 1990's*, *Review of Financial Economics*, vol. 13, issue 3, 2004, pp.231-43.
- FRENKEL Michael, PIERDZIOCH Christian & STADTMANN Georg, *The Effects of Japanese Foreign Exchange Market Interventions on the Yen/U.S. Dollar Exchange Rate Volatility*, *International Review of Economics & Finance*, vol. 14, issue 1, 2005a, pp.27-39.
- FRENKEL Michael, PIERDZIOCH Christian & STADTMANN Georg, *Japanese and U.S. interventions in the yen/U.S. dollar market: estimating the monetary authorities' reaction functions*, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 45, n°4-5, 2005b, pp.680-98.
- FRIEDMAN Milton & SCHWARTZ Anna J., *A monetary history of the United States*, Princeton University Press, USA, 1963, New edition 1993.
- FROOT Kenneth A. & OBSTELF Maurice, *Intrinsic Bubbles : the Case of Stock Price*, *American Economic Review*, December, Vol. 81 n° 5, 1991.

- FUJIKI, Hiroshi, OKINA Kunio & SHIRATSUKA Shigenori, *Monetary Policy Under Zero Interest Rate: Viewpoints of Central Bank Economists*, Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, vol. 19, February 2001, pp.89–130.
- FUKAO Mitsuhiro, *Financial sector profitability and double gearing*, in *Structural impediments to growth in Japan*, Magnus BLOMSTROM, Jenny CORBETI, Fumio HAYASHI & Anil KASHYAP (eds), *Structural impediment to growth in Japan*, Chicago : University of Chicago Press, 2003, pp.9-35.
- FUKAO Mitsuhiro, *Weakening mark and regulatory discipline in Japanese financial system*, Keio University, *KUMQRP Discussion Paper n°4*, 2003.
- FUKUDA Shin'ichi & HIROTA Atsuo, *Main bank relationship and capital structure in Japan*, Journal of the Japanese and International Economies, vol. 10, n°3, September 1996, pp.250-261.
- FUKUDA Shin'ichi, KASUYA Munehisa & AKASHI Kentaro, *Impaired bank health and default risk*, Bank of Japan Working Paper n°05-E-13, September 2005.
- FUKUI Toshihiko, *Challenges for Monetary Policy in Japan*, Tokyo : Meeting of the Japan Society of Monetary Economics, 2th June 2003, http://www.boj.or.jp/en/press/05/press_f.html.
- FUKUNAWA Ichiro, *Financial Accelerator effects in Japan's business cycles*, Bank of Japan, Working Paper n°6, 2002.
- FUKUYAMA Hirofumi, *Investigating productive efficiency and productivity of Japanese life insurance companies*, Pacific-Basin Finance Journal n°5 1997, pp.481-509.
- GALATI G. & MELICK W., *Perceived central bank intervention and market expectations: an empirical study of the yen/dollar exchange rate, 1993-96*. Bank for International Settlements Working Paper n°77, 1999.
- GALE Douglas & HELLWIG Martin F., *incentive-compatible debt contracts : the one-period problem*, Review of Economic Studies vol.52 n°4, 1985, pp.647-63.
- GENERAL INSURANCE ASSOCIATION OF JAPAN, *Calculation of the amount of an insurance company's capital, foundation funds, reserves, etc... for risks exceeding normal expectations*, Tokyo, 1993.
- GENERAL INSURANCE ASSOCIATION OF JAPAN, *Comparison of the capital adequacy requirements in three countries*, Tokyo, 1994.
- GENERAL INSURANCE ASSOCIATION OF JAPAN, *Tentative translation of the Insurance Business Law solvency margin requirement related articles*, Tokyo, 2003a.
- GENERAL INSURANCE ASSOCIATION OF JAPAN, *Comparison of the capital adequacy requirement in three countries*, Tokyo, 2003b.
- GEOFFRON Patrice, *La « corporate governance » et la restructuration du modèle japonais*, Revue du CEPII Economie Internationale, n°84, 4^{ème} trim., 2000, pp.149-64.

- GEOFFRON Patrice & RUBINSTEIN Marianne, *La crise financière du modèle japonais*, Paris, Economica, 1996, 183 p.
- GERTLER Mark, *Financial structures and aggregate economic activity: an overview*, Journal of Money, Credit & Banking, vol. 20, n°3, august 1988, pp.559-88.
- GERTLER Mark, *Financial capacity and output fluctuations in an economy with multiperiod financial relationship*, Review of Economic Studies, n°59, 1992, pp.455-72.
- GERTLER Mark & GILCHRIST Simon, *The role of credit market imperfections in the monetary transmission mechanism: arguments & evidences*, Scandinavian Journal of Economics, n°95, 1993a, pp.43-64.
- GERTNER R. & SCHARFSTEIN D. *A theory of workouts and the effects of reorganization law*, University of Chicago Working Paper, 1989.
- GIBNEY Franck (ed): *Unlocking the bureaucrats' kingdom : deregulation and the japanese economy*, Brookings Institution Press, Washington DC 1998.
- GILSON & ROE. *Understanding the japanese keiretsu : overlaps between corporate governance and industrial organizations*, Yale Law Journal 1993, 102, pp.871-906
- GILSON Stuart, *Bankruptcy, Boards, Banks & Stockholders*, Journal of Financial Economics vol.27-2, 1990, pp.355-87.
- GOODFRIEND Marvin, *Overcoming the zero bound on interest rates and optimal monetary policy*, Journal of Money, Credit & Banking vol.32, november 2000, pp.1007-35.
- GOODHART Ch., HARTMANN Ph., LLEWELLYN D., ROJAS-SUAREZ L. & WEISBROD S., *Financial Regulation. Why ? How and where now ?* Bank of England, London : Routledge Press, 1998.
- GOODHART Charles & SCHOENMAKER Dirk, *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated ?*, Oxford Economic Papers n°47, 1995, pp.539-560.
- GOODWIN Richard M., *Schumpeter and Keynes*, in BIASCO Salvatore, RONCAGLIA Alessandro & SALVATI Michele (eds), *Markets and Institutions in Economic Development*, St Martin's Press, 1993, pp.83-5.
- GOWER Luke, *Moral hazard and main bank monitoring*, in Paul SHEARD Ed. , 1996, pp.143-65.
- GREENWALD Bruce & STIGLITZ Joseph, *Financial market imperfections and business cycles*, Quarterly Journal of Economics, vol.108, n°1, February 1993, pp.77-114.
- GROUSE Eric. *Banks, Bonds and Risk : The MYCAL Bankruptcy and its repercussions for the japanese bond market*, Duke Journal of Comparative & International Law; March 22, 2002.
- GUICHARD Stéphanie, *La défaite financière du Japon*, Economica, 1999.

- GUICHARD Stéphanie, *A la recherche des canaux perdus :trappe à liquidité et crise bancaire*, Economie Internationale n°84, 4^{ème} trimestre 2000.
- GUILLE Marianne, *Canal du crédit : le rôle des asymétries informationnelles*, Revue d'économie politique, n° 106 (4), Juillet-août 1996, pp.617-36
- HABERLER G., *Prosperité et dépression*, Genève : Société des Nations, 1943.
- HAHN (eds.), *Handbook of monetary economics*, Vol. 2, 1990, pp.837-88.
- HALL Brian J. & WEINSTEIN David E. *The myth of the patient japanese*, NBER Working Paper 1990 n°5818.
- HALL Brian J. & WEINSTEIN David E. *Do banking relationships reduce corporate myopia ? Evidence from Japan*, 1996 Harvard University mimeo.
- HALL Brian J. & WEINSTEIN David E. *Main banks, creditor concentration and the resolution of financial distress in Japan*, in AOKI & SAXONHOUSE [2000], pp.64-80
- HALL Maximilian J.B, *Banking Regulation and Supervision in Japan*, London School of Economics : Financial Market Group Special Paper n°139, Mays 2002.
- HANAJIRI T. *Three Japan premiums in autumn 1997 and autumn 1998 : why did premium differ between markets ?*, Financial Market Department Working Paper 99-E-1, Bank of Japan, 1999.
- HANAZAKI Masaharu & HORIUSHI Akiyoshi, *A vacuum of governance in Japanese bank management*, in OSANO Hiroshi & TACHIBANAKI Toshiaki, (eds.) *Banking, capital markets & corporate governance*, London: Palgrave Macmillan Press, pp.122-80, 2001
- HANAZAKI Masaharu, SOUMA Toshiyuki & WIWATTANAKANTANG Yupana, *Silent large shareholders and entrenched bank management : evidence from the banking crisis in Japan*, mimeo, January 2004.
- HART Albert G., *Debt and Recovery : 1929-37*, New-York : Twentieth Century Fund, 1938.
- HART Olivier, *Firms, contracts & Financial structure*, Oxford University Press, 1995.
- HART Oliver, *Different approaches to bankruptcy*, mimeo, NBER Working Paper 7921, September 2000.
- HÄUSLER Gerd, *The insurance industry, fair value accounting and systemic financial stability*, IMF Representant to the 30th General Assembly of the Geneva Association, London, June 13th 2003.
- HAUSMAN Jerry, *Sources of Bias and Solutions to Bias in the CPI*, NBER Working Papers n°9298, October 2002.
- HAYEK (von) Friedrich : *Prix et production*, Première édition, 1931, Edition Française Calman Lévy, Paris : 1975.

- HAYEK (von) Friedrich, *Capital and industrial fluctuations*, Première édition : 1934, in WOOD John C. & WOODS Ronald N. (eds) : *Friedrich A. Hayek, Critical assessments Volume 1, of Critical Assessments of Contemporary Economists*, London and New York : Routledge, pp. 148-63, 1991.
- HAYEK (von) Friedrich, *The Ricardo effect*, *Economica*, vol. IX may, 1942, pp.127-52.
- HAYEK (von) Friedrich, *Three elucidations of Ricardo effect*, *Journal of Political Economy*; vol. 77(2), March/April 1969, pp.274-85.
- HAYEK (von) Friedrich, *La Constitution de la Liberté*, Ed. LITEC, Coll. Economie & Liberté, Paris, 1994.
- HAYES Douglas A., *Business confidence and business activity : a case study of the recession of 1937*, Ann Arbor : University of Michigan Press, chap. 5, 1951.
- HETZEL Robert L., *The rules versus discretion debate over monetary policy in the 1920's*, *Fed of Richmond Economic Review* vol.71, n°6, November-december, 1985, pp.3-14.
- HOELSCHER D. & QUINTYN MARC G., *Managing systemic banking crisis*, IMF Occasional Paper n°224, 2003.
- HOGGARTH Glenn, REIDHILL Jack & SINCLAIR Peter, *Resolution of Banking Crises*, *Financial Stability Review*, December 2003, pp.109-15.
- HOLMSTRÖM B. & TIROLE J., *Financial intermediation, loanable funds and the real sector*, *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXII n°3, 1997, august.
- HOSHI Takeo & KASHYAP Anil, *Corporate financing and government in Japan*, Cambridge MA : MIT Press, 2001.
- HOSHI Takeo & KASHYAP Anil, *Solutions to the Japan's banking problems : what might work and what definitely will fail*, US-Japan Conference on the solutions for the Japanese economy, November 2004.
- HOSHI Takeo, KASHYAP Anil & SCHARFSTEIN D. *The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan*, *Journal of Financial Economics* 18, 1990, pp.67-88.
- HOSHI Takeo, KASHYAP Anil & SCHARFSTEIN D. *Corporate structure, liquidity & Investment : evidence from japanese industrial groups*, *Quarterly Journal of Economics* 106 february 1991, pp.33-60.
- HOSONO Kaoru & SAKURAGAWA Masaya, *Soft budget problems in the Japanese credit market*, Nagoya City University Discussion paper in Economics, n°345, 2003.
- HOSOYA Eiji, *Path to revitalization of Resona*, Tokyo: Resona Holding Inc., www.resona-hd.co.jp/e-ir/pdf/i_02a/ir_031009.pdf, 2003.

- HUBBARD Glenn, *Capital market imperfections and investment*, Journal of Economic Literature, vol.36, march 1998, pp.193-225.
- HUNTER Helen M., *The role of business liquidity during the great depression and afterwards : differences between large and small firms*, Journal of Economic History vol. 44:2, december 1982, pp.883-902.
- ICSA, *Legal Survey for Japan : netting financial obligations*, International Council of Securities Associations, July 1999. <http://www.icsa-intl.com/html/japan.html>.
- IHORI Toshihiro & KONDO H., *Efficiency of desaggregate public capital provision in Japan*, Public finance and Management, vol.1, 2001, pp.161-82.
- IHORI Toshihiro & NAKAMOTO Atsushi, *Japan's Fiscal Policy and Fiscal Reconstruction*, Hitotsubashi University : Institute of Economic Research Hi-Stat Discussion Paper n°99, June 2005.
- IHORI Toshihiro, NAKAZATO Toru & KAWADE Masumi, *Japan's Fiscal Policies in the 1990s*, The World Economy, vol. 26, issue 3, 2003, pp.325-38.
- INGVES Stefan, *The role of AMC in bank restructuring*, Washington: NPL Forum of Asia Pacific, November 2000.
- INGVES Stefan & LIND G. *The management of the banking crises in restrospective*, Sveriges Riskbank Quarterly Review, vol.1, 1996.
- INGVES Stefan & LIND G., *Loan loss recoveries and debt resolution agencies- the swedish experience*, in Enoch C. & Green J.H. (eds), *Banking soundness and monetary policy issues and experience in the global economy*, Washington DC : IMF, 1997.
- ITO Takatoshi, *The stagnant Japanese economy in the 1990's: the need for financial supervision to restore sustained growth*, in Takeo HOSHI & Hugh PATRICK (eds), *Crisis and change in the Japanese financial system*, Norwell, Kluwer Academic Publishers, 2000.
- ITO Takatoshi, *Banking sector problems in Japan*, Speech to World Bank/IMF/Seacen Regional Seminar on Comparative Experiences in Confronting Banking Sector Problems in Asia and Pacific Region, Kuala-Lumpur, December 2nd, 2003.
- ITO Takatoshi & HARADA Kimie, *Japan premium & stock prices, two mirrors of Japanese banking crises*, NBER Working Paper n° 7997, november 2000.
- ITO Takatoshi & HARADA Kimie, *Bank fragility in Japan 1995-2003*, CESifo Working Paper n°1137, February 2004.
- ITO Takatoshi & SASAKI Y., *Impacts of the Basle Capital Standard on Japanese Banks' Behavior*, NBER Working Paper n° 6730, 1998.

- IWAMURA Mitsuru, KUDO Takeshi & WATANABE Tsutomu, *Monetary and fiscal policy in a liquidity trap: the Japanese experience 1999-2004*, NBER Working Paper n°11151, February 2005.
- JACKSON, Thomas H. *The logic and limits of Bankruptcy law*, Washington : Harvard University Press, Beard Books Ed., 2001.
- JACKSON Patricia & LODGE David, *Fair Value Accounting : capital standards, expected loss provisioning and financial stability*, Bank of England : Financial Stability Review, june 2000, pp.105-26.
- JAFFEE Dwight M. & STIGLITZ Joseph E., *Credit Rationing*, in Benjamin M. FRIEDMAN & Franck H. HAHN (eds), *Handbook of monetary economics*, vol.2, Chapter 16, pp.838-88.
- JBA, *Guideline for multi-creditor out-of-court workouts*, Japanese Bankers Association; september 2001, <http://www.zenginkyo.or.jp/en/index.html>.
- JENSEN Richard, *The causes and cures of unemployment in the Great Depression*, Journal of Interdisciplinary History, 19, Spring, 1989, pp.553-83.
- JERRAM Richard, *Banks still not reflating*, ING Barrings Financial Markets, june 2nd, 2004.
- JONUNH Lars, *Knut Wicksell's norm of price stabilization and swedish monetary policy in the 1930's*, Journal of Monetary Economics vol. 5, pp.459-96, 1979.
- JSDA, *Legal survey for Japan : netting financial obligations & Law of bankruptcy*, Japan Securities Dealer Association : 1999 july, <http://www.isca-intl.com/html/japan.html>.
- JORGENSON Dale W., *Consumer Prices, the Consumer Price Index, and the Cost of Living*, Journal of Economic Perspectives, 12(1), 1998, pp.3-26.
- JUGLAR C., *Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, Paris : Librairie Guillaumin & Cie, 1889.
- KAKU K., *Debt Deflation in Japan*, in F. Capie et G. Wood. (eds), *Asset Prices and the Real Economy*, Macmillan, 1996, pp. 242-70.
- KALTRA Sanjay, *Fiscal policy: an evaluation of its effectiveness*, in CALLEN & OSTRY [2003], pp.164-76.
- KAMADA, *The new Japanese Reorganization procedures*, American Bankruptcy Institute Journal vol. XX, n°8, p.18, 2001.
- KANG Kenneth, *The RCC and the market for distressed debt in Japan*, IMF : Japan selected issues, 2002.
- KASHYAP Anil K., *Sorting out Japan's financial crisis*, Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, XXVI-Q4, 2002, pp.42-55.

- KASHYAP Anil C. & STEIN Jeremy C., *Monetary policy and bank lending*, in Gregory N. MANKIWI (ed.), *Monetary policy*, Chicago : University of Chicago Press for NBER, 1994, pp.221-56
- KEEHN Richard H & SMILEY Gene, *US bank failures 1932-1933 : a provisional analysis*, Essays in Economic and Business History, VI, pp.136-56, 1988.
- KEEHN Richard H & SMILEY Gene, *US bank failures 1932-1933 : additional evidence on regional patterns, timing and the role of the RFC*, Essays in Economic and Business History vol. XI, 1993, pp.131-45.
- KEELEY Michael, *Deposit insurance, risk and market power in banking*, American economic Review vol. 80 n°5, 1990, pp.1183-200.
- KENNEDY Susan, *The banking crisis of 1933*, Lexington, Kentucky: University of Kentucky Press, 1973.
- KENNEDY Mike, PALERM Angel, PIGOTT Charles & TERRIBLE Flavia, *Asset Prices and Monetary Policy*, OECD Economics Department Working Papers n°188, 1998.
- KEYNES John Maynard, *A Treatise on Money*, 1930.
- KEYNES John Maynard, *Les effets de l'effondrement des prix sur le système bancaire*, 1931, in KEYNES J.M, *Essais sur la Monnaie et l'Economie*, Paris : Ed. Payot, pp.69-78, 1971.
- KEYNES John Mayard, *La théorie général de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936, Traduction française JEAN DE LARGENTAYE, Paris : Ed. Payot, Coll. Bibliothèque scientifique, 1995.
- KEYNES John Maynard, *The general theory of employment*, Quarterly Journal of Economics vol.51 pp.209-23, 1937.
- KINDLEBERGER Charles P., *La grande crise mondiale 1929-1939*, Première publication 1973, Edition française Paris : Economica 1988.
- KINDLEBERGER Charles P., *Social intangibles relevant for economic processes*, mimeo for William College Seminar of november 1986, in BIASCO Salvatore, RONCAGLIA Alessandro & SALVATI Michele, *Market and Institutions in Economic Development*, St Martin's Press, pp.87-101, 1993.
- KINDLEBERGER Charles P., *Asset inflation and Monetary policy*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review n°192, march 1995, pp.17-37.
- KIRKWOOD, John, B., *The Great Depression : a structural analysis*, Journal of Money, Credit & Banking, 4, November 1972, pp.811-37.
- KLINGEBIEL Daniela, *The use of asset management companies in the resolution of banking crises: cross-country experiences*, World Bank Policy Research Working paper n°2284, 2000.
- KOO, Richard C. *Balance Sheet recession*, Singapore : John Wiley & Sons Asia Publishing, 2003.

- KOYAMA N. & KITAMURA I. *La conciliation en matière civile et commerciale au Japon*, in *Etudes de droit japonais*, Centre Français de Droit Comparé, Paris, Société de législation Comparée 1989, pp.225-305..
- KREPS David, *Corporate culture & Economic theory*, in J.A. ALT & K.A. SHEPSLE (eds) : *Perspective on positive political economy*, Cambridge University Press, 1991, pp.90-143.
- KROSZNER Randall S., *It is better to forgive than to receive : an empirical analysis of debt repudiation*, <http://gsbwww.uchicago.edu/fac/randall.kroszner/research>, november 2003.
- KRUEGEL Jan A., *Minsky two price theory of financial instability and monetary policy : discounting versus open market intervention*, in FAZZARI Steven & PAPADIMITRIOU Dimitri B. (eds), 1992 pp.83-103.
- KRUGER Mark, *Bohm-Bawerk's theory of interest : the depolitisation of political economy ?*, Journal of Economic issues vol.XVI n°1, mars, 1982.
- KRUGMAN Paul, *It's BAAACK: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*, Brookings Papers on Economic Activity, n° 2, 1998.
- KRUGMAN Paul, *Thinking about the Liquidity Trap*, mimeo, december 1999.
- KRUGMAN Paul, *Thinking about the liquidity trap*, Journal of the Japanese & International Economies vol.14 n°4, December 2000, pp.221-37.
- KUMAKURA Masanaga, *Is the Yen/Dollar Exchange Rate Really Responsible for East Asia's Export and Business Cycles? A Commentary on McKinnon and Schnabl (2003)*, The World Economy, vol. 28, issue 10, 2005, pp.1509-37.
- KUROYANAGI M. & HAYAKAWA Y., *Capital movements in four ASEAN countries*, The Export-Import Bank of Japan : JEXIM Review, vol.17, n°1, 1997.
- KUTTNER Kenneth N. & POSEN Adam S., *The great recession : lessons for macroeconomic policy from Japan*, Brookings Papers on Economic Activity, vol 2, 2001, pp.93-156.
- KUTTNER Kennet N. & POSEN Adam S., *Fiscal Policy effectiveness in Japan*, Journal of Japanese & International Economics, vol. 104, 2002, pp.536-58.
- KUTTNER Kenneth N. & POSEN Adam S., *The difficulty of discerning what's too tight : Taylor rules and Japanese monetary policy*, IIE Working Paper Series n°03-10, December 2003.
- KYOTAKI Nobuhiro & MOORE John, *Credit cycles*, Journal of Political Economy, n°105(2), 1997, pp.211-48.
- LACU Cyrille & GUILLOUËT Alain, *La déréglementation financière au Japon*, Revue d'Economie Financière n°43, Ed Montchrestien, octobre 1997.
- LACU Cyrille, *La crise japonaise et l'instabilité financière internationale*, Lettre du CEPII - n°175, janvier 1999.

- LACU Cyrille, *La crise de l'assurance-vie japonaise*, Revue du CEPII Economie Internationale, n°84, 4^{ème} trim., 2000a, pp.125-48.
- LACU Cyrille, *Les ressorts de la crise financière majeure de 1997-98 au Japon : de la responsabilité du politique à l'action du superviseur*, In Revue d'Economie Financière, n°56, Ed Montchrestien, mars 2000b.
- LAILLER David, *Meltzer History of the Federal Reserve*, JEL Vol. XLI, December 2003, pp.1256-71.
- LAMBERT Thomas, LE CACHEUX Jacques & MAHUET André, *L'épidémie des crises bancaires dans les pays de l'OCDE*, Observations & Diagnostics Economiques n°61, avril 1997, pp.93-136.
- LAVOIE Marc, *Loi de Minsky et loi d'entropie*, Revue d'Economie Appliquée, vol. 36 n°2-3, 1983.
- LEBERGOTT Stanley, *Wage rigidity in the depression : concept or e phrase ?*, mimeo, department of economics, Wesleyan University, September 1989.
- LEBOW David E., *The monetisation of Japan's government Debt*, BIS Working Paper n°191, September 2004.
- LEBOW David E. & RUDD Jeremy B., *Measurement error in the consumer price index: where do we stand ?*, Journal of Economic Literature, vol. 41 - issue 1, 2003, pp. 159-201.
- LEONARD Jacques, *Minsky, Keynes & Hayek ; une autre lecture de la crise*, Economies & Société, août, Paris, 1985.
- LIBECAP Gary D. *The Great Depression and the Regulating State: Federal Government Regulation of Agriculture: 1884-1970*, NBER Working Papers n°5986, 1997
- LINDGREN Carl-Johan, BALINO J.T., ENOCH Charles, GULDE Anne-Marie, QUINTYN Marc & TEO Leslie, *Financial Sector Crisis and Restructuring: Lessons from Asia*, IMF Occasional Papers n°188, 2000.
- LIFE INSURANCE ASSOCIATION OF JAPAN, *Insurance yearbook*, Tokyo, ed. 1990...2003.
- LIFE INSURANCE INTERNATIONAL, *Problems remain for life in Japan*, august 1999.
- LIFE INSURANCE INTERNATIONAL, *Rationalization without rational*, september 27th, 2000.
- LOPUCKI Lynn M. *The trouble with Chapter 11*, Wisconsin Law Review 1993, 769.
- LUMMER Scott & MCCONNELL John, *Further evidence of the bank lending process and the capital market response to bank loan agreement*, IMF Working Paper, june 1989.
- MAEDA Eiji, FUJIWARA Bunya, MINESHIMA Aiko & TANIGUCHI Ken, *Japan's open-market operations under the quantitative easing policy*, Bank of Japan Working Paper Series n°05-E-3, april 2005.
- MARGO Robert A., *The microeconomics of Depression unemployment*, Journal of Economic History, vol. 51, june 1991, pp.333-41.

- MARGO Robert A., *Employment and unemployment in the 1930's*, Journal of Economic Perspectives, vol. 7 n°2, spring 1993, pp.41-59.
- MASKIN Eric & TIROLE Jean, *Unforeseen contingencies, property rights and incomplete contracts*, Working Paper, Harvard University, 1995.
- MASSON Joseph R., *RFC assistance to financial intermediaries and commercial and industrial enterprises in the US : 1932-37*, in Simeo Djankov (ed.) : *Resolving Financial Distress*, World Bank Press, Washington, 2001.
- MCKENZIE C. R., *Stable Shareholdings and the Role of Japanese Life Insurance Companies*, in Sheard Paul, ed. *International adjustment and the Japanese firm*, NSW, In association with the Australia-Japan Research Centre, St. Leonard : Australian National University, Australia, 1992.
- McKINNON Robert, *Why floating exchange rate fail : reconsideration of the liquidity trap*, Open Economies Review n°1(3), September 1990, pp.229-50.
- McKINNON Robert & OHNO, *The foreign exchange origins of Japan's economy slump in the 1990's: the interest rate trap*, mimeo, 1999.
- MCCALLUM Bennett T., *Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates*, Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 32, November 2000, pp.870–904.
- MCCALLUM Bennett T., *Inflation targeting and the liquidity trap*, in Norman LOAYZA & Raimundo SOTO (eds.), *Inflation targeting: design, performance, challenges*, Central Bank of Chile, 2001.
- MCCALLUM Bennett T., *Japanese monetary policy 1999-2001*, Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly Review vol.89, 2003, pp.1-31.
- MCKINNON Ronald & OHNO K., *The Foreign Exchange Origins of Japan's Economic Slump in the 1990's: the Interest Rate Trap*, mimeo, 1999.
- MCKINNON Ronald & SCHNABL Gunther, *Synchronised Business Cycles in East Asia and Fluctuations in the Yen/Dollar Exchange Rate*, The World Economy, vol. 26, n°8, 2003, pp.1067-88.
- MELTZER Allan, *Monetary, Credit and (other) Transmission Process: a Monetarist Perspective*, Journal of Economic Perspectives, vol. 9, n° 4, 1995, pp. 49-72.
- MELTZER Allan, *Time for Japan to Print Money*, American Enterprise Institute for Public Policy : AEI On the Issues, august 1998.
- MELTZER Allan, *What More Can the Bank of Japan Do? Comments on Monetary Policy under Zero Inflation*, IMES Discussion Paper, n°99-E-28, 1999a.
- MELTZER Allan, *A Policy for Japanese Recovery*, mimeo, 1999b.

- MELTZER Allan H., *Comments: What More Can the Bank of Japan Do?*, Monetary and Economic Studies, vol. 17, 1999c, pp. 189–91.
- MELTZER Allan, *A history of the Federal Reserve - vol. 1, 1913-1951*, Chicago : University of Chicago Press, 2003.
- METHA Judith, STARMER Chris & SUGDEN Robert, *The nature of salience : an experimental experimentation of pure coordination games*, AER, vol.84 n°2, june 1994, pp.658-73.
- MEULENDYKE Ann-Marie, *U.S. Monetary Policy and Financial Markets*, Federal Reserve Bank of New York, : <http://www.newyorkfed.org/pihome/addpub/monpol/>, 1999.
- MEYER Claude, *La puissance financière du Japon*, Paris : Economica, 1996.
- MILHAUPT Curtis J., *The market of innovation in United-States & Japan : venture capital and the comparative corporate governance*, Whashington University of St Louis Working Paper, 1997.
- MILHAUPT Curtis J. *Creative norm destruction: the evolution of non legal rules in Japanese Corporate Governance*, University of Pennsylvania Law Review vol.149 n°6, 2001.
- MILHAUPT Curtis J., *Japan's experience with deposit insurance and failing banks : implications for financial regulatory design*, Washington University Law Quarterly, vol.77, 2001b, pp.399-431.
- MILHAUPT Curtis & J. MILLER Geoffrey P. *Cooperation, conflict and convergence in japanese finance : evidence from the 'jusens' problem'*, Law and Policy International Business, vol. 29, 1997.
- MINSKY Hyman, *Monetary systems and accelerator models*, American Economic Review, vol. 57, pp.859-85, 1957.
- MINSKY Hyman, *John Maynard Keynes*, New-York : Columbia University Press, 1975.
- MINSKY Hyman : *The financial instability hypothesis : capitalist processes and the behavior of the economy*, 1979, in KINDLEBERGER Charles P. & LAFFARGUE Jean-Pierre (eds), *Financial crisis : theory, history and policy*, Cambridge University Press & Maison des Sciences de l'Homme, 1982, p.13-39.
- MINSKY Hyman, *Can 'it' happen again ? Essays on instability and finance*, New-York : Armonk, M.E. Sharpe, 1982a.
- MINSKY Hyman, *Finance and Evolution*, in HEERTJE Arnold & PERLMAN Mark (eds), *Evolving technology and market structure : studies in schumpeterian economics*, University of Michigan Press, 1990, pp.51-74.
- MINSKY Hyman, *Finance & stability – the limits of capitalism*, Paper for the Conference on *The structure of capitalism and the firm in the contemporary society*, Milan, Italy, may 1993a.
- MINSKY Hyman, *Schumpeter and Finance*, in BIASCO Salvatore, RONCAGLIA Alessandro & SALVATI Michele, *Market and Institutions in Economic Development*, St Martin's Press, 1993b, pp.103-15.

- MIWA Yoshiru & RAMSEYER Mark J. *Conflict of interest in japanese insolvencies : the problem of bank rescues*, Harvard Law School Discussion paper n°435, 09/2003.
- MORCK Randall & NAKAMURA Masao [1999] : *Banks & Corporate Control in Japan*, Journal of Finance, vol. 54-1, 1999, pp.319-39.
- MULLINEAUX A.W., *Business cycles and financial crises*, London : Haervester Wheatsheaf, 1990.
- NAGASHIMA, OHNO & TSUNEMATSU, *Legal issues : Japan*, Document intégré au *Guide to restructuring in Asia 2001*, élaboré en interne par le cabinet du même nom, Tokyo, 2001.
- NAKAMURA Leonard I., *Customer credit, financial intermediaries and real income: preliminary evidence that credit matters*, Rutgers University Working Paper n°05, 1988.
- NAKASO Hiroshi, *The financial crisis in Japan in the 1990's : how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*, Bank of International Settlements Papers n°6, October 2001.
- NAKATANI I. *The role of financial corporate grouping*, in AOKI M. (ed.) *Economic analysis of the Japanese firm*, New-York: North Holland Press, 1984.
- NAKEMATA Junio, OKADA Hideyuki, NAKADA Toshiaki, SATO Shintaro & DANIEL Jason, *A Q&A guide to restructuring and insolvency in Japan*, Document interne, Simmons & Simmons in Association with TMI Associates, Tokyo.
- NISHIGUCHI Kenji, KAWAI Hiroshi & SAZAKI Takanori, *Capital Allocation and Bank Management Based on the Quantification of Credit Risk*, FRB of New-York Economic Policy Review, October 1998, pp.83-94
- NISHIMURA Kiyohiko, NAKAJIMA Takanobu & KIYOTA Kozo, *What happened to the Japanese industry in the lost 1990's*, RIETI Discussion paper, n° 03-E-002.
- NISHIOKA Shinichi, BABA Noahiko, *Negative interest rates under the quantitative monetary easing policy in Japan : the mechanism of negative yen funding costs in the FW swap market*, Bank of Japan Working Paper Series, n°64-E-08, July 2004.
- NIWATA Noriaki, *Insurance, its principles and practice in Japan*, Tokyo: Keio University Insurance Institute Press, 1993.
- NORTON R.D., *Industrial policy and American renewal*, Journal of Economic Literature vol.24-1, mars 1986, pp.1-40.
- NORVILLE Elizabeth, *The illiberal roots of japanese financial regulatory reform and the japanese economy*, CARLILE Lonny E. & TILTON Mark C. (eds), *Is Japan really changing its ways ? Regulatory reform and the japanese economy*, Washington DC : Brookings Institute, 1998, pp.111-41.
- OECD, *Experiences with the resolution of weak financial institutions in the OECD area*, OECD Directorate for financial, fiscal & Enterprise Affairs, Committee on Financial Markets Report, September 2001.

- OKAZAKI Tetsuji, *The government-firm relationship in postwar Japanese economic recovery : resolving the coordination failure by coordination in industrial rationalization*, in AOKI & OKUNO-FUJIWARA (eds) [1996].
- ORPHANIDES Athanasios. & WIELAND VOLKER, *Efficient monetary policy design near price stability*, Journal of the Japanese and International Economies, vol.14, 2000, pp.327-65.
- ORLEAN André, *Le pouvoir de la finance*, Ed. Odile Jacob, 1999.
- ORLEAN André, *Efficiency, finance comportementale et convention : une synthèse théorique*, in Robert BOYER Mario DEHOVE & Dominique PLIHON, *Les crises financières : analyses et propositions*, Rapport au Conseil d'Analyse Economique, n°50, Ed. La Documentation Française, 2004.
- OYAMA Tsuyoshi & SHIRATORI Tetsuya, *Insights in the low profitability of Japanese banks : some lessons from the analysis in banks margins*, Bank of Japan, Bank Examination & Surveillance Department Discussion paper n°01-E-1, November 2001.
- PACKER Franck, *Before main-banks : a selective historical review of Japan's prewar financial system*, World Bank Policy Research Working Paper n°1537, 1999
- PARK Yong Chul, *East asian liberalization, bubbles, and the challenge from China*, Brookings Papers on Economic Activity, n°2, 1996.
- PHILLIPS Ronnie J., *The Chicago Plan and New Deal Banking Reform*, Jerome Levy Institute of Bard College WP n°76, June 1992.
- PICKER Randal C. *Security interests, misbehavior and common pools*, 59, University of Chicago Law Review vol.50, 1992, pp.645-79.
- PILLING David, *Financial Times*, March 3rd 2003, p. 8.
- PRICEWATERHOUSE COOPERS, *Financial issues : Japan*, Document intégré au *Guide to restructuring in Asia 2001*, élaboré en interne par le cabinet, Tokyo, 2001.
- PINE Jr. Joseph, *Mass customization : the new frontier in business competition*, Boston : Harvard Business School Press, 1993.
- PEEK Joe. & ROSENGREEN Eric S., *Japanese banking problems: implications for Southeast Asia* Federal Reserve Bank of Boston Working Papers, n°98-7, 1998.
- PEEK Joe. & ROSENGREEN Eric S., *Determinants of the Japan premium: actions speak louder than words*, Journal of International Economics 53, 2001, pp.283-305.
- PEEK Joe & ROSENGREN Eric, *Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan*, NBER Working Papers n°9643, 2003.
- PEEK Joe. & ROSENGREEN Eric S., *Crisis resolution & credit allocation: the case of Japan*, University of Kentucky Working Paper, 2003a.

- PEEK Joe. & ROSENGREEN Eric S., *Corporate affiliations and the (mis)allocation of credit*, University of Kentucky Working Paper, 2003b.
- PEPPERS Larry, *Full employment surplus analysis and structural changes : the 30's*, *Exploration in Economic History* n°10, winter, 1973, pp.197-210.
- PERRI Fabrizio, *The role of fiscal policy in Japan : a quantitative study*, New-York University Stern School of Business Working paper 99-16, 1999.
- POHL Nicole, *Industrial revitalization in Japan: the role of the government vs the Market*, *Asian Business and Management* n°4, 2005, pp.45-65.
- POPPER Karl, *La société ouverte et ses ennemis*, 2 tomes, Paris : Ed. du Seuil.
- POSEN Adam S., *Restoring Japan's economic growth*, Washington : Institute for International Economics, 1998.
- PROBERT Jocelyn, *Experiencing change : the japanese life insurance industry*, Judge Institute of Management Studies paper, discussed to the LVMH Conference « *change in management practices in Asia* », INSEAD, february 2-3rd 2001.
- RAMASWAMY Ramana & RENDU Christel, *Identifying the shocks: Japan's economic performances in the 1990's*, in BAYOUMI & COLLYNS [2000].
- RAMASWAMY Ramana & SAMEI Hossein, *The yen-dollar rate*, in CALLEN & OSTRY (eds) [2003], pp.224-48.
- RAMSEYER Mark J. *Explicit reasons for implicit contracts*, in AOKI Masahiko & PATRICK Hugh (eds) [1994].
- RASMUSSEN Robert K. *Debtor's choice : a menu approach to corporate bankruptcy*, 71, *Texas Law Review*, vol.71, 1992, pp.51-121.
- READING D.C., *New-Deal Activity and the states : 1933 to 1939*, *Journal of Economic History* n°33, 1973, pp.792-810.
- REBEYROL Antoine, *Œconomia*, , série PE de la Revue Economie et Société, vol. mars 1988, pp.95-133.
- REISCHAUER CENTER, *The United States & Japan in 2003: navigating uncharted waters*, Report for the East Asian Studies, by the Reischauer Center, School of Advanced International Studies, John Hopkins University, Washington, 2004.
- RICARDO David, *Principe d'économie politique et de l'impôt*, 1821, Traduction Française C. SOUDAN, E. Flammarion, 1993.
- ROGOFF Kenneth, *Deflation : Determinants, risks and policy options – findings of an interdepartemental task force*, IMF, April 30th, 2003.

- ROMER Christina D., *What ended the Great Depression ?*, Journal of Economic History, n°52 december 1992, pp.757-84.
- ROOSE Kenneth D., *The economics of recession and revival : an interpretation of 1937-38*, New Haven : Yale University Press, 1954.
- ROOSEVELT Franklin D., *On the banking crisis, speach on radio, march 12th*, <http://newdeal.feri.org/chat/chat01.html>, 1933a.
- ROOSEVELT Franklin D. [1933b] : *Outlining the New Deal Program, speach on radio, may 7th*, <http://newdeal.feri.org/chat/chat02.html>, 1933b.
- RUCKER Randall R. & ALSTON Lee J., *Farm failures & Government intervention : a case study of the 30's*, AER vol.77, 1987, pp. 724-30.
- RULE David, *Risk transfert between banks, insurance companies & capital markets : an overview*, Financial Stability Review, December, 2001, pp.137-59.
- SADAFUMI Tani, *Banks revolt against Takenaka's financial policies*, *Journal of Japanese Trade & Industry jan/feb.* 2003.
- SAHLMAN William A., *The structure of governance of venture capitalist organizations*, Journal of Financial Economics, n°27, 1990, pp.473-521.
- SALOUTOS Theodore, *The american farmer and the New-Deal*, New-York : Ames, 1982.
- SAXONHOUSE Gary, *Japan's growth Conondrum*, Financial times, 14 june, 1999.
- SCHAEDE Ulrike, *Does Japan need specialized small firms banks ? The middle risk gap and financial system reform, manuscript*, Bank of Japan Monetary & Economic Studies, february 2005, pp. 149-76.
- SCHELLING Thomas C., *The strategy of conflict*, Oxford : Oxford University Press, 1960.
- SCHILLER Robert, *Irrational exuberance*, Princeton, NJ : Princeton University Press, 2000.
- SCHNABL Gunther, *Weak Economy and Strong Currency - The Origins of the Strong Yen in the 1990s*, Tubigen University Working Paper, 2004.
- SCHNABL Gunther & BAUR Dirk, *Purchasing power parity: Granger causality tests for the yen-dollar exchange rate*, Japan and the World Economy, Volume 14, n°4, December 2002, Pages 425-44.
- SCHOENMAKER Dirk, *The lender of last resort and contagion risk in banking*, Financial Markets Group, London School of Economics, Mimeo, february 1996.
- SCHUMPETER Joseph, *The theory of Economic development*, Cambridge, Massachusetts : Harvard University Press, 1934.
- SEKINE Tosjitaka, KOBAYASHI Keiichiro & SAITA Yumi, *Forbearance lending : the case of japanese firms*, Monetary & economic Studies n°21(2), 2003, pp.69-91.
- SELGIN George, *La théorie de la banque libre*, Ed. Les Belles Lettres, Collection 'Laissez-faire', 1991.

- SESSIN Thierry, *Organisation de la confiance par les banques et développement du contrôle prudentiel en Europe*, Thèse de doctorat en sciences économiques soutenue à l'Université Paris X Nanterre, 1997.
- SGARD Jérôme, *L'économie de la panique*, Ed. La Découverte, 2002.
- SGARD Jérôme, *Le peso argentin peut-il résister à la concurrence du dollar*, La Lettre du CEPII, n°2002, février 2002b.
- SGARD Jérôme, *Hyperinflation and the reconstruction of national money in Argentina and Brazil: 1990-2002*, CEPII Working Paper n°, 2003.
- SHARPE Steven A., *Asymmetric information, bank lending and implicit contract : a stylized model of customer relationship*, Journal of Finance n°45, 1990, pp.1069-87.
- SHEARD Paul, *The main bank system and corporate monitoring in Japan*, Journal of Economic behaviour & Organisation, 1989 n°11, pp.399-407.
- SHEARD Paul, *Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System*, Journal of the Japanese and International Economies, vol. 8, issue 1, 1994, pp.1-21
- SHEARD Paul Ed., *Japanese firms, finance and markets*, Asia Pacific Economics and Politics series, Addison Wesley Longman Australia in association with the Australian National University - Australia-Japanese Research Center, Melbourne, 1996.
- SHILLER Robert J., *Market Volatility*, Cambridge, Mass.. MIT Press, 1989.
- SHIRATSUKA Shigenori, *Measurement errors and quality-adjustment methodology: lessons from the Japanese CPI*, Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, vol. Q II, 1999, pp.2-13
- SIDNEY AUSTIN BROWN & WOO PARTNER, *Japanese Diet passes new Bankruptcy Law*, Japan Update may 25, 2004.
- SIMON Curtis J. & NARDINELLI Clark, *Does Industrial Diversity Always Reduce Unemployment? Evidence from the Great Depression and After*, Economic Inquiry, vol.30, n°2, 1992, pp.384-97.
- SIMS Christopher, *Fiscal Aspects of Central Bank Independence*, Munich : CESifo Working Paper n°547, 2001.
- SKEEL David A., *Debt's dominion: a history of bankruptcy law in America*, Princeton : Princeton University Press, 2001.
- SKEEL David A. *Creditors ball: the 'new' new corporate governance in Chapter 11*, University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper n°03-19, march 28th, 2003.
- SLICHTER Sumner, *The Downturn of 1937*, Review of Economic Statistics vol.20 n°3, August 1938, pp.97-110.
- SMITH David C., *Loans to Japanese borrowers*, Journal of the Japanese and International Economics, 17(3), 2003, pp.283-304.

- STANTON Kenneth R., *Trends in relationship lending and factors affecting relationship lending efficiency*, Journal of Banking & Finance, vol. 26, issue 1, 2002, pp.127-52.
- STEEL Stacey, *Evaluating the new Civil Rehabilitation Law*, 2001 Asian Law 2, pp.53-6.
- STELLA Peter, *Do Central Banks Need Capital ?*, IMF Working Paper 97/83, 1997.
- STELLA Peter, *Why Central Banks Need Financial Strength*, Central Banking vol. 14, n°2, 2003, pp.23–9.
- STIGLITZ Joseph & WEISS Andrew, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, AER vol. 71(3), June 1981, pp.393-410.
- STIGLITZ Joseph & WEISS Andrew, *Banks as social accountants and screening devices for the allocation of credit*, NBER Working Paper n°2710, September 1988.
- STONE David & ZEMBIA William T. *Land and stock prices in Japan*, Journal of Economic Perspectives, summer 1993, pp.149-65.
- SUMMERS Lawrence H., *On economics and finance*, Journal of Finance, vol.40(3), 1985, pp.633-5.
- SVENSSON Lars E. O., *How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability ?*, Mimeo, Federal Reserve Bank of Kansas City, symposium : *New Challenges for Monetary Policy*, 1999.
- SVENSSON, Lars E. O., *The zero bound in an open-economy: A foolproof way of escaping from a liquidity trap*, Monetary and Economic Studies, vol. 19, 2001, pp.277-312.
- SVENSSON, Lars E. O., *The magic of exchange rate : optimal escape from liquidity trap in small and large open economies*, Princeton University Working Paper, 2003a, [www.princeton.edu~svensson](http://www.princeton.edu/~svensson).
- SVENSSON, Lars E. O., *Escaping from liquidity trap and deflation : the foolproof way and others*, Journal of Economic Perspectives, vol.17(4), 2003b, pp.145-66.
- TABB Charles Jordan. *The History of the bankruptcy laws in the United States*, American Bankruptcy Institute Law Review, vol. 5, Spring 1995.
- TAKAFUSA Nakamura, *Lectures on modern japanese economic history : 1926-1994*, LTCB International Library Foundation, Tokyo, Japan, 1996.
- TAKAGI Shinjiro, *Changing bankruptcy practice and laws in Japan : its future effects*, International Insolvency Institute, October 2001.
- TAKAGI Shinjiro, *Foundation of the Industrial Revitalization Corporation in Japan*, Document for the 3rd Forum for Asian Insolvency Reform – Session III, Seoul, Korea, 10-11 november 2003.
- TAKAGI Shinjiro, *Restructuring approaches used in Japan*, World Bank Conference on Corporate Restructuring : International Best practices – Session 5, Washington DC. march 22-24, 2004.
- TAKAGI Shinjiro & ABE Shinichiro, *The Japanese Corporate Reorganization Reform Law of 2002*, International Insolvency Institute 2003, www.iiiglobal.org.

- TAYLOR John B., *The monetary transmission mechanism : an empirical framework*, Journal of Economic Perspectives Vol.9 n°4, Fall 1995, pp.10-26.
- TAYLOR John B., *Recent developments in the use of monetary policy rules*, in C. JOSEPH, & A.H. GUNAWAN (eds), *Monetary policy and inflation targeting in emerging economies*, Bank Indonesia & IMF, 2000.
- TEMIN Peter & WIGMORE Barrie A., *The end of one big deflation*, Explorations in Economic History, vol. 27, issue 4, October 1990, pp.483-502.
- TOBIN James, *Keynesian models of recession and depression*, Cowles Foundation Paper 428, Reprinted form AER, vol. 65 n°2, may 1975, pp.195-202.
- TOBIN James, *Real balance effect reconsidered*, in J. TOBIN, *Asset accumulation and economic activity*, Chicago, University of Chicago Press, 1980.
- TIROLE Jean, *On Banking and Intermediation*, European-Economic-Review, 38(3-4), April 1994, pp.469-87.
- TIROLE Jean & DEWATRIPONT Mathias,; *The prudential regulation of banks*, Walras-Pareto Lectures, vol. 1. Cambridge and London : MIT Press, 1994.
- TODD Walker F., *The Federal Reserve Board before Marriner Eccles (1931-1934)*, presented at the Western Economic Association International Conference at Lake Tahoe, Nevada, on June 23rd, 1993.
- TODD Walker F., *History of and Rationales for the Reconstruction Finance Corporation*, FRB Cleveland Economic Review, 28(4) 4Q 1992, pp. 22-35.
- TODD Walter F., *A history of the Federal Reserve*, march 1994.
- TODD Walter F., *The Federal Reserve Board and the banking crisis of the 1930s*, Research in Financial Services: Private and Public Policy, n°8, 1996, pp.97-139.
- TOMATSU Inami, *Japan : economic issues*, Tokyo : NACM Issue of Business Credit april 2003.
- TOMOO Tasaku, *Latest insolvency issues in Japan*, Pricewaterhouse Coopers FAS, Tokyo, 2nd February 2004.
- TOOKE Thomas, *History of prices and of the state of the Circulation from 1776 to 1856*, 6 volumes, London : PS King & Son Press.
- TOOKE Thomas, *An inquiry into the currency principle : the connection of the currency with prices and the expediency of a separation of issue from banking*, London : Longman, Brown Green & Longmans, 1844. <http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/tooke/currency.html>.
- TOWNSEND Robert .M., *Optimal contracts and competitive markets with costly state verification*, Journal of Economic Theory, n°21, 1979, pp.265-93.

- TRIANNTIS George G., *A theory of the regulation of Debtor-in-Possession financing*, Vanderbilt Law Review n°46, 1993, p.901-35.
- TSURU Kotaro, *Toward Reconstruction of banks : can public bailout of Resona bank Become model case ?*, Tokyo: RIETI policy update paper n°11, 2006.
- TUFANO Peter, *Business failure, judicial intervention and financial innovation: restructuring US railroads in the nineteenth century*, Business History Review, spring 1997, pp.1-40.
- UEDA Kazuo, *Institutional and regulatory frameworks for the main bank system*, paper presented at Conference for the 1993 Joint Research Project on Japanese Main Bank System and its Relevance for Developing Market and Transforming Socialist Economies, Stanford University.
- UEDA Kazuo, *The Role of Capital for Central Banks*, paper presented at Tokyo meeting of the Japan society of Monetary Economics, oct. 2004, <http://www.boj.or.jp/press/04/ko0402b.htm>.
- UEMURA Hiroyasu, *Growth and Distribution in the Post-War Regime of Accumulation*, Mondes en développement, n° 79/80, 1992, pp.135-51.
- UEMURA Hiroyasu, *Growth Distribution and Structural Change in the Postwar Japanese Economy*, in R . BOYER & T. YAMADA [2000], pp.138-61.
- UNI Hiroyuki, *Disproportionate productivity growth and accumulation regimes*, in R . BOYER & T. YAMADA [2000], pp.54-70.
- USUI Takayuki, *Corporate governance of banking organizations in the United States and Japan*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 28, No. 2, 2003, pp.563-620.
- VAN RIXTEL Adrian, *The development of the structure of bank supervision in Japan*, European Central Bank Working Group on Financial Fragility, Paper n°WGFF98/33, 1998.
- VAN RIXTEL Adrian, *Informality, bureaucratic control and monetary policy : the case of Japan* », Published thesis, Amsterdam : Tinbergen Institute Research Series, n°161, 1997.
- VERNON J.R., *World War II fiscal policies and the end of the Great Depression*, Journal of Economic History, vol. 54 n°4, December 1994, pp.850-68.
- VIDAL Jean-François, *Régimes de croissance post fordistes : comparaison des Etats-Unis, du Japon et de la France*, Forum de la Régulation, 9-10th octobre 2003.
- WAGATSUMA Manabu, *Recent developments in insolvency reform in Japan*, Forum for Asian Insolvency Reform, Bali Indonesia, 7-8th february 2001.
- WALLIS John Joseph, *The birth of the old federalism : financing the New-Deal 1932-40*, Journal of Economic History, vol.44, n°1, march 1984, pp.139-59.
- WALLIS John Joseph, *Employment, politics and economic recovery during the Great Depression*, Review of Economics & Statistics n°69, august 1987, pp.516-20.

- WALLIS John Joseph, *The political economy of New-Deal spending revisited again : with or without Nevada ?*, Explorations in Economic History, vol. 35, april 1998, pp.140-70.
- WALLIS John J. & BENJAMIN Daniel K., *Public relief and private employment in the Great Depression*, Journal of Economic History, vol.41, march 1981, pp.97-102.
- WALLIS John J. & BENJAMIN Daniel K., *Private employment and Public relief during the Great Depression*, Department of Economics, University of Maryland working paper, 1989.
- WATANABE Wako, *Credit Crunch in Japan: A Cause of the Ineffective Monetary Policy ?*, Princeton University Job Market Paper, October 2002.
- WEINSTEIN D. & YAFEH Y., *On the cost of bank centered financial system : evidence from the changing main bank relations in Japan*, Journal of Finance, vol. 53, 1998, pp.635-72.
- WEISBROD Steven R., LEE Howard & ROJAS-SUAREZ Liliana, *Bank risk and the declining franchise value of the banking system in the US and in Japan*, IMF WP n°45, june 1992.
- WERNER Richard A., *Why has fiscal policy disappointed in Japan? Revisiting the pre-keynesian view on the ineffectiveness of fiscal policy*, Tokyo : Sophia University paper : Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference, january 2004.
- WHATLEY Warren C., *Labor for the picking : the New-Deal in the South*, Journal of Economic History vol.43, december 1983, pp.905-29.
- WHITE Eugène, *Before the Glass-Steagall Act : an analysis of the investment banking activities of national banks*, Exploration in Economic History n°23, january, pp.33-55, 1986.
- WICKER Elmut, *The banking panics of the Great Depression*, Cambridge University Press, USA, 1996.
- WICKSELL Knut, *The influence of the rate of interest on commodity prices*, 1898, in LINDHAL E.(ed), *Knut Wicksell selected papers on economic theory*, London : Allen & Unwin Press, 1958.
- WICKSELL Knut, *Lectures on Political Economy*, London : Kelley, Tome II, 1935 reprint 1967.
- WICKSELL Knut, *Lexis and Bohm-Bawerk*, in Bo SANDELIN (ed), *Selected essays in economics - Volume 1*, Routledge, London and New York: pp. 26-40, 1997.
- WOLFF Jacques, *Ecole Autrichienne*, in JOSSUA, LABROUSSE, VITRY & GAUMONT (eds) : *Dictionnaire des sciences économiques*, PUF 2002.
- WOLFSON Martin H., *Irving Fisher's debt-deflation theory : its relevance to current conditions*, Cambridge Journal of Economics n°20, may 1996, pp.315-33.
- WOO David, *In Search of Capital Crunch – Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan*, International Monetary Fund Working Paper: n°99/3, 1999.
- WOO David, *In Search of Capital Crunch – Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 35, n°6, 2003, pp.1019-38.

- WOODFORD Michael, *Monetary Policy and Price Level Determinacy in a Cash-in-Advance Economy*, Economic Theory, vol. 4, n°3, 1994, pp.345-80.
- WRIGHT Mike, KITAMURA Motoya & HOSKISSON Robert, *Management buyouts and restructuring Japanese corporations*, Elsevier Science Publisher Online, june 11th 2003. Disponible sur www.sciencedirect.com.
- XU Peng, *Bankruptcy Resolution in Japan : Corporate reorganization v.s. civil rehabilitation*, Hosei University and RIETI, mimeo, 2004.
- YAMAOKA Takamasa, *Corporate governance underpins divergent fortunes of Japanese/Korean banks*, Standard & Poors, Europe Ressource Center, October 14th 2002.
- YASHIGE Jinya, BRAUN, MORIYA, HOASHI & KUBOTA Japan, *Insolvency Law Reform: Report on Japan*, Asian Development Bank, Regional Technical Assistance Project n°5795-REG, disponible sur : www.insolvencyasia.com/insolvency_law_regimes/japan/index.html.
- YONEYAMA T., *The industrial organization of japanese life insurance : historical aspects*, in Takeshi YUZAWA, *Japanese business success : the evolution of a strategy*, London : Routledge, 1994, pp.167-90.
- ZHU Feng, *Central bank balance-sheet concerns, monetary and fiscal rules and macroeconomic stability*, Yale University, Department of Economics Mimeo, 2004.

Abreviations & conventions d'écriture

Convention d'écriture de l'année budgétaire japonaise :

- FY2004 : année budgétaire commençant le 1^{er} avril 2004 et se terminant le 31 mars 2005

Convention d'écriture des montants :

- mios : millions yens ; milliards : mds ; trillions : trions.

Le terme entre parenthèse informe de la période pour laquelle le mot en question est utilisé dans le document : crise japonais (Japon) / Grande Dépression (New-Deal).

AAA : *Agricultural Adjustment Administration* (New-Deal)

AMC : *Asset Management Corporation*

BRI : Banque des Règlements Internationaux

BSPC : *Bank's Shareholdings Purchase Corporation* (Japon)

BCE : Banque centrale Européenne

CD : certificat de dépôt

CiCC : *Civilian Conservatory Corp* (New-Deal)

CiRL : *Civil Rehabilitation Law* (Japon)

CL : *Composition Law* (Japon)

CLO : *Collateralized Loans Obligations* : crédits nantis titrisés

CoCC : *Commodities Credit Corp* (New-Deal)

CoRL : *Corporate Reorganization Law* (Japon)

CPM : Comité de Politique Monétaire (Japon)

CWA : *Civil Works Administration* (New-Deal)

DBJ : *Development Bank of Japan* (Japon)

DCF : *Discounted-Cash-Flow* (Japon).

DES: *Debt-Equity Swap*

DIC : *Deposit Insurance Corp* : organisme de garantie des dépôts (Japon)

DIP system : *Debtor-in-Possession*

DTA : *Differed Tax Assets* : avoirs fiscaux (Japon)

EIT : endettement intérieur total

ESL : *Early Strengthening Law* (Japon)

F&A : Fusion et acquisition

FDIC : *Federal Deposit Insurance Corp.* (Etats-Unis)

FERA : *Federal Emergency Relied Administration* (New-Deal)

FFSL : *Financial Function Stabilization Law* (Japon)

FMI : Fonds Monétaire International

FOMC : *Federal Open Market Committee* : comité de politique monétaire de la Fed (Etats-Unis)

FRB : *Federal Reserve Bank* (ou Fed)

FRPL : *Financial Reorganization Promotion Law* (Japon)

FSA : *Financial Services Agency* (Japon)

FSF : Forum sur la Stabilité Financière

FVA : *Fair Value Accounting* (Japon)

HIF : Hypothèse d'Instabilité Financière : doctrine keynésienne de la liquidité (Minsky)

IFNM : Institution financière non monétaire

IPC : Indice des prix à la consommation

IRCJ : *Industrial Revitalisation Corp. of Japan* (Japon)

JBA : *Japanese Bankers Association* (Japon)

JGS : *Japanese Government Securities* : obligations et titres monétaires émis par le Gouvernement japonais.

JICPA : *Japanese Institute of Certified Public Accountants* : Conférence des métiers d'expertise-comptable et d'audit (Japon)

MBS : *Mortgage Back Securities* : titres hypothécaires

NAIRU : *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment* : taux de chômage nature de la Courbe de Phillips monétariste.

NBH : *National Bank Holiday* : suspension des activités bancaires du 4 mars 1933 (New-Deal)

NIRA (ou NRA) : *National Industrial Recovery Administration* (New-Deal)

NTIC : nouvelles technologiques de l'information et de la communication

P&A : *Purchase & Assumption* : reprise d'actifs d'une banque en faillite (Japon)

PBA : *Public Building Administration* (New-Deal)
PCA : *Prompt Corrective Action* : règle d'action préventive
PDR : Prêteur en Dernier Ressort
PRA : *Public Road Administration* (New-Deal)
PWA : *Public Work Administration* (New-Deal)
RCC : *Resolution & Collection Corp.* (Japon)
RCB : *Resolution & Collection Bank* (Japon)
REA : *Road Electrification Administration* (New-Deal)
REIT : *Real Estate Investment trust* : OPCVM immobilières
RFC : *Reconstruction Finance Corp.* (New-Deal).
RMBS : *Residential Mortgage back Securities*: titres hypothécaires résidentiels
S&L : *Savings & Loans* : Caisses d'Épargne (Etats-Unis)
SBP : Système de Banque Principale (Japon)
SEC : *Securities & Exchange Commission* : Commission des opérations de bourse
SME : Système Monétaire Européen
TG : Théorie Générale de l'intérêt, de la monnaie et de l'emploi, de J-M Keynes.
TMM : Taux d'intérêt du Marché Monétaire ; dans le cas du Japon : taux des prêts en blanc à 24 heures.
TQM : Théorie quantitative de la monnaie

Annexes

Annexes au chapitre I « Théorie des fluctuations » :

Annexe au chapitre I n°1 – Une équation de la demande de monnaie instable en crédit pur et finance libéralisée

• Etant donné que la demande de monnaie spéculative (L_2) est déterminée à la fois par les anticipations de cash-flows –prix des actifs P_K – et par les termes auxquels les prêts sont consentis –le taux d'intérêt représentatif des emprunts r –, ces deux éléments doivent apparaître dans l'équation. Soit :

$$M = M_1 + M_2 + M_3 = L_1(Y) + L_2(r, P_K) + L_3(F)$$

+ - + +

A courbe de préférence pour la liquidité inchangée, plus le revenu est élevé, plus les taux longs sont élevés, plus le prix des actifs est bas. Or la hausse du revenu crée une tension sur les taux à PPL inchangée, qui n'a pas lieu d'être. A moins de connaître avec certitude ce que l'avenir réserve, le passé et le présent influencent la confiance des agents en leurs prévisions. A une hausse du revenu doit correspondre une hausse des taux longs publics et une baisse de la préférence pour la liquidité, qui valorise les biens capitaux, en cohérence avec l'évolution du différentiel de taux public/privé au cours du cycle observée empiriquement. Ceci conduit à (L_3) : quand à la demande de monnaie pour motif de précaution L_3 , elle dépend d'une variable F qui synthétise la contrainte de cash-flow relativement aux engagements de paiement à venir. Elle synthétise à la fois la sensibilité de la trésorerie à un choc négatif, comme la capacité des agents à profiter d'opportunités inattendues. Toutes choses égales par ailleurs, la hausse des engagements financiers à venir entraîne celle des taux et la dévalorisation des prix d'actif.

Si l'existence du motif de transaction ne doit pas être remise en question, il est pourtant difficilement admissible que celui-ci se réduise à une relation stable entre une demande de monnaie et un F aux contours mal définis (TG 15). La libéralisation financière rend plus floue la frontière entre la monnaie *stricto sensu* et des classes d'actifs financiers dont les propriétés contractuelles et les caractéristiques de leurs marchés les rendent à priori, extrêmement liquides. Leur apparition permet de mobiliser davantage l'épargne liquide –dite *oisive*– sans que cette baisse de liquidité soit vraiment ressentie et en particulier, permet aux institutions financières d'intensifier leurs efforts d'optimisation des trésoreries (certificats de dépôts, billets de financement...). Le dilemme vient alors de ce que le développement de l'offre des systèmes financiers réduit le désir d'encaisses de précaution sous forme monétaire *stricto-census*, en même

temps qu'il encourage à prendre des positions par endettement à court terme. Il y a fragilisation parce qu'en période de croissance, la liquidité financière des marchés les plus liquides est assimilée à la liquidité monétaire. Il en résulte une PPL très instable. Pour $M=M^*$, $Y=Y^*$ et $F=F^*$, plus la détention de quasi-monnaie MN est importante, plus les taux baissent et plus les prix d'actifs s'élèvent, d'où :

$$M = M_1 + M_2 + M_3 = L_1(Y) + L_2(r, P_K) + L_3(F) - L_4(NM)$$

+ - + + +

- L'existence de cette quasi-monnaie permet à l'offre de financement du système bancaire et financier de s'émanciper de la politique monétaire. La contrepartie est une interdépendance extrême de la fixation des taux d'intérêt du prêt privé à l'actif, et des conditions de refinancement des positions des intermédiaires au passif, avec la conjoncture financière et les prix d'actifs. Dans l'équation précédente, cette quasi-monnaie correspond typiquement à des passifs liquides d'institutions financières et bancaires, de sorte qu'en introduisant la quasi-monnaie, on a introduit une détermination endogène de la quantité effective de monnaie. L'effet *crowding-out* du revenu sur les taux n'a plus lieu de se produire ici. Il peut même entraîner un effet *crowding-in*, puisque la bonne tenue des marchés financiers et boursiers et plus en amont, la disponibilité du crédit et le faible coût des émissions d'actions nouvelles renforcent l'état de confiance⁵⁷⁰.

⁵⁷⁰ Minsky [1957a,b] présentait ce phénomène sous la forme d'une courbe en escalier, reliant le taux d'intérêt à la vitesse de circulation de la monnaie, celle-ci pouvant s'accroître sans hausse des taux lorsque les innovations financières apparaissent, l'illusion d'un meilleur compromis entre liquidité et rendement, qui a permis de mobiliser de l'épargne oisive, étant obtenu en réalité par une réduction de la préférence pour la liquidité. Brossard [1999] fait remarquer qu'une fois que ces innovations financières apparaissent, elles restent sur le marché, du moins leur technique est connue. Dès lors, on peut raisonnablement penser que quand les systèmes financiers sont déréglementés depuis un certain temps, ces 'vagues' successives d'innovations financières disparaissent pour laisser place à une simple droite, expression de l'inélasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt, jusqu'au déclenchement de la crise.

● Cet épisode illustre le poids des anticipations dans les retournements, et la difficulté de la politique monétaire à agir dessus. En moins d'un an, le taux de l'escompte passe de 2,5% à 5,25%. Pourtant, sur cette période, l'encours de crédit, les cours boursiers et les prix de l'immobilier continuent de croître sans décélérer. Les volumes échangés à la bourse de Tokyo croissent en frénésie à mesure que les taux sont relevés. Sur l'ensemble de 1989, le resserrement monétaire n'est pas perçu comme durable, parce qu'après cinq années de forte croissance sans inflation, on est sûr que les tensions sur les prix vont rapidement disparaître. Or il est connu à l'époque que la Banque du Japon est très liée à la politique monétaire américaine par l'importance qu'elle accorde au taux de change yen/dollar. Non seulement les pressions inflationnistes s'intensifient en fin d'année au Japon, mais surtout, alors qu'ils n'avaient pas cessé de baisser au cours des mois précédents, les rendements à dix ans des emprunts du Trésor américain se redressent brusquement en janvier de 7,8% à 8,2% et le taux de change de la devise nippone, loin de se stabiliser, poursuit sa dépréciation sous la barrière des 145 yens pour un dollar. Compte tenu des anticipations de poursuite de ces tendances sur les mois à venir, le resserrement de la politique monétaire de la Banque du Japon est désormais perçu comme durable. Il provoque au premier trimestre 1990 l'éclatement de la bulle boursière⁵⁷¹ L'indice NIKKEI, qui frôlait les 39.000 yens en décembre 1989, perd 20% en quelques jours. Il se stabilise à 31.000 yens puis remonte temporairement, jusqu'au quatrième relèvement du taux d'escompte. La bourse est fébrile, chute, mais se reprend. Lors du cinquième et dernier resserrement monétaire, en août 1990, la Banque du Japon fait passer le taux d'escompte de 5,25% à 6%. Ce relèvement renverse durablement la courbe des taux. Les marges d'intermédiation des établissements de crédit sont prises en ciseau juste avant la clôture du premier semestre de l'exercice comptable 1990. Les tensions qui apparaissent un cours moment sur le marché interbancaire contribuent au déclenchement du second effondrement de grande ampleur des cours boursiers. De l'automne 1990 jusqu'à la fin de 1991, l'indice Nikkei fluctuera dans une grande amplitude autour d'un niveau inférieur de 40% au pic de la bulle, 8 mois plus tôt. Cet épisode clôt la première phase de baisse des cours boursiers. Il faut relever que sur cette période (1990-91), la croissance reste soutenue. Elle ne ralentit vraiment qu'à partir du second semestre 1991. Jusqu'à cette date, les banques continuent de prêter au secteur immobilier, dont les prix continuent de grimper, plus d'un an après la chute des cours boursiers. La bulle immobilière ne finit par casser que lorsque la Banque du Japon se décide à entreprendre une action plus radicale, en intervenant directement

⁵⁷¹ Meyer [1996 – p.222]

dans la politique de crédit des banques. En mars 1990, elle leur ordonne d'aligner le taux de croissance de leurs prêts au secteur immobilier sur celui de leurs encours totaux de crédit. Cet encadrement du crédit revient à faire passer les engagements liés à l'immobilier de 50% des nouveaux financements bancaires émis en 1989 à 30% en 1990. Les banques tentent de détourner cette contrainte en accroissant leurs concours au secteur mutualiste qui n'y est pas assujéti. Celui-ci utilise immédiatement cette fenêtre d'opportunité pour encore intensifier ses activités dans le secteur immobilier. Les mesures de rationnement et associées au renchérissement du crédit s'avèrent toutefois globalement efficaces. Elles provoquent le gel du marché de l'immobilier en 1991. Par la suite, les pertes patrimoniales qui commencent à apparaître avec l'effondrement boursier, l'encadrement du crédit et le ralentissement du rythme de la croissance économique, nettement perceptible dès le second semestre 1991, entraînent dans leur sillon le retournement de l'ensemble des prix d'actifs.

- Dans cet exemple, l'impact d'une hausse des taux visant explicitement à casser la bulle n'a d'autre effet que d'accroître la frénésie de spéculation. On ne croit pas au maintien de taux aussi élevés, parce que ce ne serait pas bon pour l'ensemble de l'économie. Surtout, la résistance des anticipations de croissance de l'activité et de faible inflation est remarquable. La bulle boursière casse quand on sait que les taux vont rester longtemps élevés... à cause de la situation aux États-Unis ! Et la bulle immobilière ne casse que par l'emploi de restrictions quantitatives sur le crédit.

Annexes au chapitre III « La macroéconomie » :

Annexe au chapitre III n°3 – les programmes économiques, monétaires et bancaires autour de la New-Deal

La stabilisation bancaire et la restructuration : Banking Act (6 mars)

- **National Bank Holiday (4 mars 1933)** : à compter du 6 mars, initialement pour trois jours.
- **Emergency Banking Act (9 mars 1933)** : incluant :
 - le National Bank Conservation Act
 - 3^{ème} réforme de la RFC : pouvoirs étendus de restructuration bancaire ; Programme d'injections de fonds publics par ADP ; Extension du champs des avances des banques aux IFNM, sociétés de chemin de fer et grandes entreprises industrielles et commerciales.
- **Amendement à l'Emergency Banking Act (24 mars 1933)** : autorisant pendant un an les Réserves de District à prêter contre les collatéraux légalement acceptés, aux banques non membres du Système et non encore inspectées. Après inspection, les collatéraux non légalement éligibles peuvent être acceptés contre des collatéraux si des circonstances 'exceptionnelles' l'exigent.
- **Mai 1933** : suppression de l'obligation de publicité des listes des bénéficiaires de la RFC.
- **2nd Steagall-Glass Act (compris dans le Banking Act)** :
 - initiative Henry Steagall : création d'un organisme d'assurance des dépôts (FDIC) : effectif dès janvier 1934 et rendu permanent par le Banking Act de 1935 ;
 - initiative Carter Glass sur les structures bancaires :
 - séparation stricte des banques commerciales et d'investissement ;
 - règles strictes limitant les participations bancaires et les échanges croisés de sièges de direction ;
 - libéralisation de la réglementation sur les réseaux bancaires ;
- Les dépôts des établissements non membres du Système de Réserve Fédérale ne sont plus comptés dans la masse monétaire et sont clairement isolés du reste du système bancaire ;
- **Cadres bancaires général et mutualiste homogénéisés** : adhésion possible au Système, encouragée au FDIC.
- **Interdiction de rémunérer les dépôts à vue et plafonnement des taux sur les dépôts à terme** pour les banques membres du Système (*Banking Act* de 1933), pour les banques non membres (*Banking Act* de 1935).
- **3^{ème} Glass-Steagall Act** : nouvel élargissement des clauses de politique monétaire du *Glass-Steagall Act*, rendues permanentes par le *Banking Act* de 1935 : élargi les titres éligibles en collatéraux et autorise les avances aux banques membres par les District Banks contre tout actif (selon les règles du *Board*) en situation d'urgence ;

La politique vis-à-vis de l'étalon-or

- **6 mars 1933** : embargo sur l'or
- **5 avril 1933** : décret de **nationalisation** de l'or ; tous les stocks d'or privés doivent être remis à la Fed avant mai ;
- **20 avril** : Roosevelt en appel au '*Trading with the Enemy Act*' pour décréter l'interdiction de sortie d'or du territoire national.
- **20 avril** : **Amendement Thomas** à l'AAA appliqué le 12 mai : **décrochage de l'or et fluctuation**
 - durcissement de l'embargo sur l'or ;
 - suppression de la « clause de l'or » dans tous les contrats publics et privés passés et futurs⁵⁷²
 - le Gouvernement peut émettre pour 3 milliards de billets non couverts par des réserves ;
 - le Président peut réduire par décret jusqu'à 50% la teneur en or du dollar ;
- **19 juin 1933 – 30 janvier 1934** : **Plan Warren** de manipulation du prix de l'or
 - 8 septembre : établissement d'un prix officiel de l'or en fonction du marché mondial, auquel le Gouvernement s'engage à l'acheter ;
 - octobre 1933-janvier 1934 : interventions massives du Gouvernement pour faire monter le prix de l'or : il décide d'offrir systématiquement chaque jour un prix d'achat supérieur au prix mondial, jusqu'à observer la reflation de l'économie américaine ;
- **Janvier 1934** : **Gold Reserve Act** :
 - teneur en or du dollar fixée à 35 dollars l'once (dévaluation de 59%) ;
 - la plus-value de l'Etat sur le stock d'or officiel permet de créditer son compte courant à la Fed de 3 milliards de dollars, venant en plus des 3 milliards de l'Amendement Thomas ; C'est la « planche à billet ».
- **Décembre 1933-35** : **manipulation du prix de l'argent**
 - multiplication par trois du stock d'argent entre décembre 1933 et décembre 1935 ;
 - Elle permet une forte émission monétaire, mais en partie stérilisée par la Fed ;
 - répercussion catastrophique sur les pays en développement ancrés sur l'étalon argent (Mexique, Chine...).
- **1936** : **Accord tripartite** (Grande-Bretagne, Etats-Unis, France) sur le niveau des taux de change
- **Décembre 1936** : lancement par le Trésor du programme de **stérilisation des entrées nettes d'or**

Organisation et conduite de la politique monétaire par la Fed

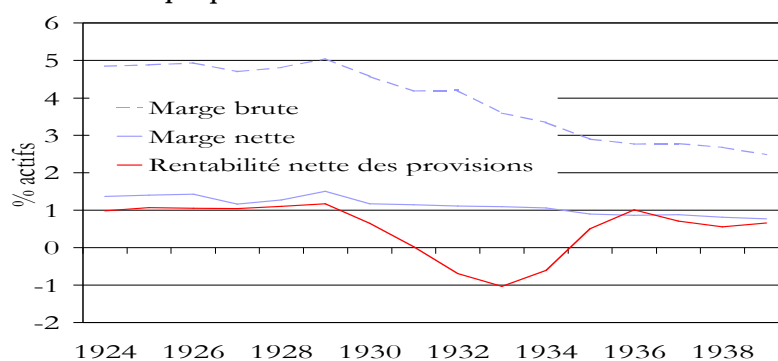
- Changement du président de la Fed : Eugène Black, proche de l'Administration, remplace Eugène Meyer, orthodoxe monétaire et apôtre de l'indépendance de la Fed.
- Baisse du taux officiel d'escompte d'avril à juin 1933 de 3,5% à 2,5%, puis à 2,3% en octobre, 2% en novembre et 1,5% en février 1934.
- avril-octobre 1933 : augmentation du portefeuille d'*open-market* en titres du Trésor de 1,8 à 2,4 milliards : les taux courts sur US 6-notes (3-6 mois) sont maintenus à 0% jusqu'au début de 1937
- Réorganisation de la Fed par le *Banking Act* de 1935 :
 - augmentation des salaires et allongement de la durée du mandat des membres du *Federal System Board* ;
 - réorganisation du FOMC : composé des 7 membres du *Board* + 5 représentants pour les 12 Réserves de district, au lieu des 12 gouverneurs dans le *Banking Act* de 1933 ;
 - les *District-FRB* n'ont plus le droit d'acheter et de vendre des UST-bonds pour leur compte, sauf autorisation explicite du FOMC ;
 - publication complète des décisions et des argumentaires du *Board* et du FOMC ;
 - autorise le *Board* à modifier seul les taux de réserves obligatoires ;
 - donne au *Board* le pouvoir de réglementer à sa discrétion les prêts financiers octroyés par les banques, et fixe les taux d'appel de marge à la bourse (*Securities Exchange Act* de 1934) ;
 - ↳ « *use of direct pressure* » officialisé ;
- Juillet 1936, mars 1937, mai 1937 : doublement du niveau des réserves obligatoires et des appels de marge sur titres.
- avril 1937 : première intervention en dernier ressort officielle auprès des banques
- Septembre 1937 : baisse de l'escompte et nouvelles interventions en dernier ressort
- 30 septembre 1937 : déblocage de 1,3 milliards de dollars du stock d'or inactif du Trésor
- avril 1938 : - réduction d'un tiers de la hausse cumulée des taux de réserves obligatoires sur juillet 1936-mai 1937
 - liquidation du reste du stock d'or inactif

⁵⁷² Cette clause protégeait les créanciers contre les fluctuations du change, en autorisant les paiements à leur choix en or ou en espèce.

La politique budgétaire et structurelle de la « Nouvelle Donne »

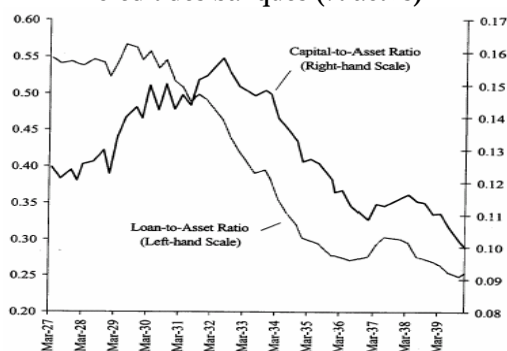
- **CiCC (*Civilian Conservation Corps. Act*) (31 mars 1933)**
- **EFMA (*Emergency Farm Mortgage Act*) (mai 1933) :**
Création de la FMA, organisme public assurant le refinancement des dettes hypothécaires aux agriculteurs.
- **AAA (*Agricultural Adjustment Act*) (mai 1933) :**
Restriction de production, subventions aux agriculteurs pour réduire les capacités,
Retrait et destruction des stocks financés par une TVA sur les produits agro-alimentaires,
Mise en place d'accords d'organisation de marché sous contrôle gouvernemental ;
→ pouvoir discrétionnaire du Gouvernement sur le budget, l'action structurelle, les interventions de marché
→ déclaré inconstitutionnel en 1936 puis rapidement revoté sous une autre forme.
- **FERA (*Federal Emergency Relief Administration*) (mai 1933)**
Politique des secours sociaux, dont : vote 500 mios accordés aux Etats,
Mesures de modération du déséquilibre budgétaire (pour satisfaire les orthodoxes) ;
↔ baisse la prime d'ancien combattant (400 mios) et d'employé fédéral (100 mios)
- **TVA (*Tennessee Valley Authority*) (mai 1933)**
Nationalisation d'un complexe hydroélectrique et d'usines de nitrate,
Le Ministère de l'Intérieur est autorisé à prendre le contrôle des raffineries privées et à relever les prix,
Organisation sous contrôle public de la production d'électricité,
Travaux et organisation de la surveillance des voies maritimes ;
- **FCA (*Farm Credit Act*) (juin 1933)**
Création de la *Commodities Credit Corp.* (CoCC)
- **NIRA (*National Industrial Recovery Act*) (juin 1933)**
Création de la National Recovery Administration (NRA), qui va organiser :
 - la suspension des lois anti-trust et les accords de production et de prix dans l'industrie (cartels légaux),
 - premier relèvement des salaires ;
 - les accords sociaux : protection des travailleurs, plafonnement et réduction de la durée du travail, minima salariaux, garantie du droit syndical ; renforcement et réorganisation par branches du mouvement syndical→ déclaré inconstitutionnel en 1935
- **PWA (*Public Work Administration*) :** branche 'travaux publics' de la NIRA)
3,3 milliards de dollars de travaux publics
- **HOLCA (*Home Owner Loan Corp Act*) (juin 1933)**
- **CWA (*Civil Work Administration*)**
- **WPA (*Works Progress Act*)**
Mise en place de travaux publics destinés à l'emploi des chômeurs,
Accroissement des dépenses sociales en direction des ménages ;
- **NHA (*National Housing Act*) (juin 1934) (fonds intégré au FSLIC)**
Création de la *US Housing Authority* (USHA) ou *Federal Housing Authority* (FHA)
Accroissement des dépenses sociales en direction des ménages ;
- **RTAA (*Reciprocal Trade Agreement Act*) juin 1934 :**
Renversement de la politique commerciale protectionniste conduite depuis le *Smoot-Hawley Act* ;
↔ abaissement des droits de douane, sur la base de la réciprocité et selon un nouveau mécanisme de décision : responsabilité des négociations laissée à l'exécutif.
↔ en réalité, baisse les droits de douanes qui devenus inutiles ou peu efficaces. La moitié des accords du début sont conclus avec des pays d'Amérique Latine, dont les exportations vers les Etats-Unis portent sur des produits tropicaux et sur des matières premières. Les accords ciblent aussi des produits manufacturés très spécialisés et ne concurrençant pas directement les US (Scandinavie et Suisse).
- **Wagner Act (NLRA : *National Labor Relations Act*) (fin 1935)**
Accords de relèvement des salaires dans les mines de charbon bitumeux en avril 1936, puis en octobre 1936 dans le reste de l'industrie.
- **Resettlement Administration et Rural Electrification Administration (1935)**
- **SSB : *Social Security Board* (1935)**
- Vote de la **prime aux anciens combattants** de 1,7 milliards (appliqué en **juin 1936**)
Versement aux anciens combattants de la 1^{ère} Guerre Mondiale, sous forme d'obligations, de primes s'élevant au total à 1,7 milliards USD. Bien que le Gouvernement leur demande de ne pas s'en dessaisir, les bénéficiaires en vendent pour 1,4 milliards, dépensés avant la fin de l'année.
- **Revenu Act (1936) :**
Impôt sur les profits non redistribués (abrogée en 1938) ;

Graphique 83 – Etats-Unis : rentabilité bancaire



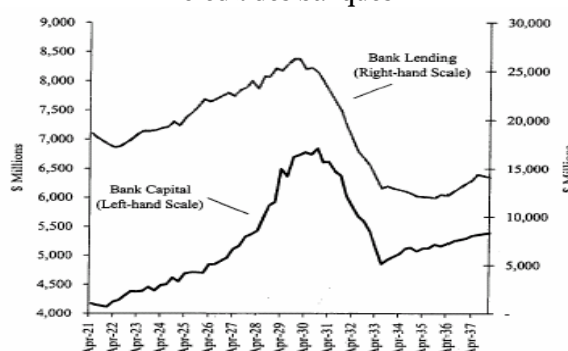
Source : NBER Historical Database

Graphique 84 – Etats-Unis : ratios de capital et de crédit des banques (% actifs)



Source : Calomiris & Mason [2001]

Graphique 85 – Etats-Unis : encours de capital et de crédit des banques



● Lors de la dernière crise monétaire argentine, nombre d'économistes ont évoqué la manière dont l'Administration Roosevelt avait engagé la politique de l'or sur 1933-34, dans le but de montrer ce qu'il aurait fallu faire et que le gouvernement argentin ne fit pas⁵⁷³. Ce pays était en *currency-board* avec le dollar des Etats-Unis, laquelle devise pouvait librement circuler sur le territoire national et servir, comme le peso, de moyen de paiement légalement reconnu. Or l'économie enregistrait un déséquilibre extérieur important, la mettant dans une situation de dépendance financière à l'égard du reste du monde. Comme dans la crise asiatique, une perte de confiance en l'avenir du pays était de nature à provoquer de brutales fuites de capitaux, puisque le bas de la balance des paiements était totalement ouvert. Pour rétablir la confiance, il était donc

⁵⁷³ Sgard [2002b] et [2003], ainsi que Kroszner [2003] pour une étude de l'impact de la non répudiation de la dette interne dans le cas des crises asiatique de 1997 et argentine de 2001, à la lumière de l'expérience américaine de 1933.

crucial de rétablir l'équilibre extérieur⁵⁷⁴. Or pour y parvenir, il fallait aussi rapidement rétablir la compétitivité-prix et donc dévaluer le peso vis-à-vis du dollar. Cette dévaluation eu bien lieu, mais sans changement préalable du régime monétaire et du régime de régulation des comptes financiers de la balance des paiements. Qu'en advint-il ? La dévaluation du peso provoqua d'emblée une augmentation sensible de la base monétaire sur laquelle des anticipations inflationnistes des prix en peso allaient s'ancrer, et une mise en concurrence de la monnaie nationale, le peso, vis-à-vis du dollar, alors que celui-ci demeurerait monnaie légale et que le stock de cette devise détenu par la banque centrale restait la principale contrepartie de la base monétaire, le régime de *currency-board* étant maintenu. Autrement dit, la dévaluation du peso argentin provoqua à la fois des anticipations inflationnistes en peso, le rejet de cette monnaie et une course à la liquidité en dollar, monnaie dans laquelle les agents faisaient des anticipations déflationniste. Cet ensemble d'anticipations s'appuyait la faible crédibilité du gouvernement, le mauvais état et de la faible efficacité des finances publiques et surtout, sur le fait que l'ouverture des comptes financiers de la balance des paiements rendait possible des sorties massives de capitaux étrangers et nationaux. Une telle éventualité signifiait des conversions de peso en devises tout aussi importantes. Or en régime de *currency-board*, l'assèchement rapide des réserves d'une banque centrale signifie soit la crise bancaire, soit une nouvelle dévaluation, seul moyen de préserver la liquidité bancaire et la stabilité économique.

- Qu'aurait-il fallu faire ? Il fallait à la fois assurer la stabilité économique interne, en particulier la stabilité des prix et la liquidité bancaire, et rétablir l'équilibre extérieur assez rapidement pour ramener la confiance. Pour réconcilier ces objectifs, le seul moyen était de passer par une dévaluation substantielle de la monnaie nationale, pour dégager un gain de compétitivité puissant, mais en faisant en sorte que la banque centrale soit assez crédible dans sa politique de stabilité des prix internes pour que les anticipations se stabilisent sur un scénario de reprise. Il fallait donc déconnecter les canaux d'interdépendance reliant la dévaluation et la stabilité des prix internes, rendant incompatibles les objectifs monétaires internes et externes, ou dont la compatibilité reposait sur un équilibre des anticipations trop fragile. Il fallait donc :

- (i) ***supprimer la concurrence monétaire*** interne entre deux monnaies dont les fondamentaux sont par trop inégaux, le peso et le dollar. Le dollar serait alors devenu un actif détenue par la seule banque centrale, en contrepartie de la monnaie interne créée. L'équilibre monétaire interne et les anticipations sur les prix se seraient alors faits uniquement dans la

⁵⁷⁴ On met de côté les questions de finances publiques et d'origine du déficit courant, secondaires à la démonstration.

monnaie produite par le système de paiement national et il n'y aurait pas eu d'actif monétaire alternatif au peso pour se protéger contre le risque inflationniste.

(ii) **Empêcher les hémorragies de capitaux en fermant, au moins temporairement, le bas de la balance des paiements.** Les crises d'anticipations auto-réalisatrices, qui prennent leurs sources dans l'interaction entre les perspectives d'épuisement des réserves de change et celles de dépréciation du taux de change, auraient ainsi été désamorçées. Le taux de change aurait reflété l'équilibre macro du solde courant.

(iii) **Changer de régime monétaire :** si le régime de *currency-board* est maintenu et que la dévaluation n'a pas permis une augmentation de la base monétaire suffisante, ces deux conditions ne permettent pas à la banque centrale de retrouver les marges de manœuvre nécessaires à l'organisation du bon *policy-mix*. Il faut alors suspendre le régime de *currency-board* soit provisoirement, soit définitivement, et le remplacer par un objectif d'inflation à moyen terme et une organisation adéquate de la banque centrale (l'indépendance ou au contraire le rattachement direct au gouvernement).

● C'est exactement ce que fit l'Administration Roosevelt avant la dévaluation du dollar. A la suite du *National Bank Holiday* décrété le 6 mars et alors que toutes les banques et tous les marchés sont fermés, l'embargo sur l'or aux frontières est proclamé et les licences d'exportation ne sont plus délivrées⁵⁷⁵. Cette décision est suivie, le 5 avril, de la nationalisation de tous les avoirs en or des agents privés d'ici le 1^{er} mai. Le 20 avril, le Parlement vote l'Amendement Thomas à l'*Agriculture Adjustment Act* (appliqué le 12 mai), qui supprime la clause de l'or dans tous les contrats privés et publics passés et futurs⁵⁷⁶, et enfin, donne au Président le pouvoir de fixer par décret la teneur en or du dollar, l'autorisant à la baisser jusqu'à un plancher de 50%. La politique de l'or commence donc par la nationalisation du stock d'or : l'or ne peut plus concurrencer les billets en circulation comme moyen de paiement parce que sa possession est interdite, ni comme réserve de valeur parce que la clause de l'or est prohibée. L'inflation ne peut donc être mesurée qu'en terme de dollar. La nationalisation de l'or entraîne nécessairement sa démonétisation, de sorte que si la confiance en les signes monétaires s'effrite au point de mettre en cause le dollar comme unité de compte. Mais les agents ne peuvent pas se rabattre sur l'once d'or pour cette fonction. La déconnection de l'or de toutes les fonctions privées de la monnaie réduit son usage à une contrepartie de la base monétaire, contrepartie dont la valeur peut être définie en fonction du

⁵⁷⁵ Pendant la période de fermeture des banques (4-12 mars 1933) les exportations d'or avaient été interdites, sauf licence. Alors que jusqu'à l'Amendement Thomas, des licences avaient été émises, elles ne le furent plus après. Cette étape marque le début des pressions à la dévaluation du dollar contre la livre sterling.

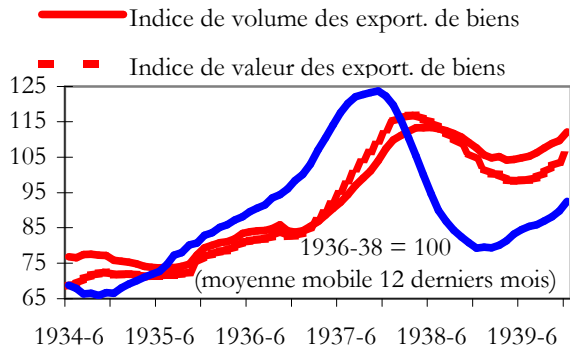
⁵⁷⁶ Cette clause, au coeur du système de l'étalon-or, permettait aux créanciers d'exiger leur remboursement en or au lieu de dollar, s'ils le souhaitaient, fixant la valeur des contrats non pas en terme de dollars mais en terme d'or.

régime de change choisi et du principe de valorisation comptable du stock d'or⁵⁷⁷. La décision ultérieure de sortir de l'étalon-or en fait une contrepartie fixe, parce que dans les paiements internationaux, il n'est plus possible d'exiger du gouvernement américain le paiement en or des dettes en dollar. De même, en Argentine, il aurait d'abord fallu retirer les dollars de circulation et les remplacer par des pesos, ensuite ôter au dollar toutes les fonctions monétaires privés pour n'en faire qu'un moyen de paiement officiel, enfin remplacer le *currency-board* par un régime de change flexible. La dépréciation du peso aurait alors entraîné une augmentation comptable de la base monétaire, assez forte pour compenser l'impact restrictif d'éventuelles sorties de capitaux sur la politique monétaire et donc, sur la crédibilité de la reprise.

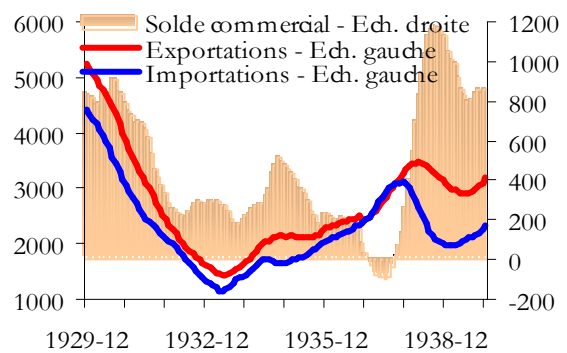
- Alors qu'il ne l'a pas été aux Etats-Unis, l'instauration d'un contrôle des capitaux s'avérait cependant nécessaire en Argentine. L'argument de la dette extérieure est évidemment le plus fort. La dette externe des agents privés américains était faible et principalement libellée en dollar, tandis que dans le cas argentin, elle atteignait 133% du PIB, était surtout libellée en devises et pour une partie substantielle, était détenue sous forme de titres. En outre, dès lors que le dollar sort de la circulation et du libellé des contrats privés, la dette interne en dollar du gouvernement argentin vis-à-vis des détenteurs de pesos, née avec le *currency-board*, disparaît avec lui, exactement de la même manière que le gouvernement américain a répudié sa dette interne en nationalisant et en démonétisant le métal précieux, puis en sortant de l'étalon-or. Au problème de la dette externe en dollar, ajoutons que le contrôle des capitaux s'avérait nécessaire en Argentine, parce qu'il se doublait de trois autres problèmes : (1) une faible crédibilité du Gouvernement, (2) un contexte international différent de celui de la Grande Dépression : tandis que le contexte déflationniste mondial, en fragilisant même les monnaies les plus stables, conduisait les marchés à réduire *ex-post* la prime de risque des économies ayant dévalué, dans le cas argentin, il existe des monnaies-refuge très stables captant cette prime de risque ; (3) une règle de paiement molle compte tenu d'un système bancaire en mauvaise santé. Cet argument, qui s'oppose radicalement à la stabilisation bancaire engagée aux Etats-Unis, renvoie à l'impossibilité d'engager une politique de change dans le cas du Japon.

⁵⁷⁷ Cette liberté dans le traitement comptable du stock d'or est emblématique du pouvoir monétaire du Prince. S'il choisit le système de crédit pur, c'est-à-dire un régime monétaire souverain, par définition, il définit librement son choix de traitement comptable. Inversement, le régime d'étalon-or implique la valorisation de l'or au prix du marché.

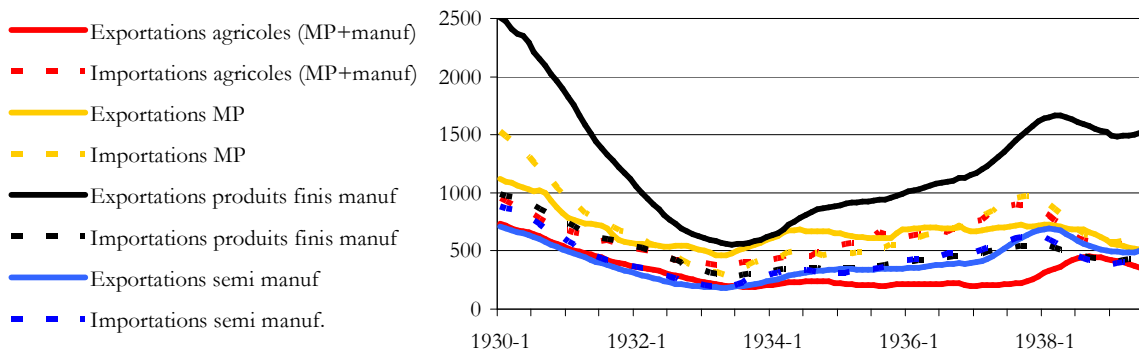
Graphique 86 – Etats-Unis : volume/valeur des exportations et importations



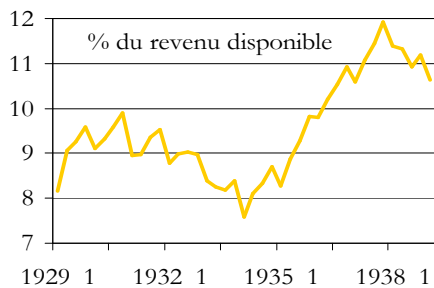
Graphique 87 – Etats-Unis : commerce extérieur (mios USD – cumul 12 derniers mois)



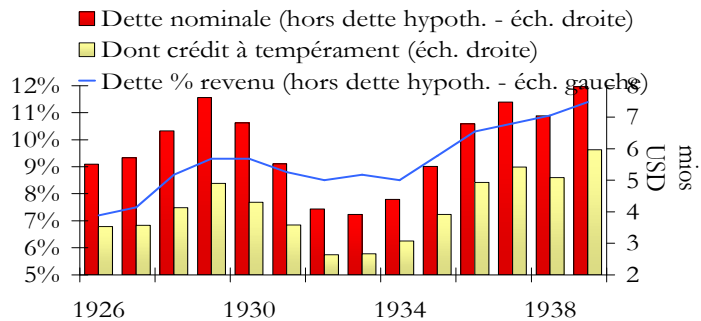
Graphique 88 – Etats-Unis : Commerce extérieur (moyennes mobiles M-12-, 1936-38=100)



Graphique 89 – Etats-Unis : crédit consommation & auto aux ménages



Graphique 90 – Etats-Unis : endettement des ménages



Il existe une diversité régionale dans l'emploi des fonds de la *New-Deal*. On sait que la crise n'a pas les mêmes effets dans toutes les régions des Etats-Unis. Pendant la dépression, le chômage et les chutes de salaires sont les plus brutales dans les Etats du Centre Nord-Est et dans la région des Rocheuses, alors que ces évolutions sont stables, voire opposées dans les Etats du Sud de la côte Atlantique. Dans le même temps, les premiers ont enregistré des performances en moyenne relativement moins bonnes que les seconds, de sorte que la situation économique des Etats était davantage hétérogène en 1937 qu'en 1929. Les fragilités que ces disparités sous-tendent ont conduit les économistes à s'interroger sur la pertinence économique des programmes de reprise par régions. En évaluant les programmes agricoles dans les Etats de Ouest et du Midwest, Arrington [1969] est le premier dans la littérature sur l'histoire économique, à pointer du doigt les disparités régionales substantielles dans l'ampleur des fonds publics mobilisés, relevant qu'à première vue, elles ne dépendent pas du degré de détresse économique. Ce constat a ouvert la voie à une littérature s'interrogeant sur la pertinence des politiques de répartition régionale des dépenses et par ce moyen indirecte, sur leur efficacité économique. Ces disparités régionales existent dans tous les programmes. Reading [1973] est le premier dans cette littérature à tester empiriquement l'efficacité relative de la *New-Deal* par ensembles régionaux. L'ambiguïté de ces études est qu'elles mêlent des analyses sectorielles en évaluant l'efficacité individuelle des programmes particuliers, ou des dépenses régionales, pour donner des conclusions de nature macroéconomique. Quand cet objectif est explicite, souvent, on teste au niveau des Etats l'efficacité relative des trois objectifs officiels de la *New-Deal*, suivant le fameux slogan contemporain de ses promoteurs *Relief, Recovery & Reform*. Il s'agit alors de rapprocher des variables considérées comme significatives de chacun des trois objectifs au montant moyen de fonds fédéraux mobilisés par Etat. Le dernier, *reform*, la plupart du temps assimilé à l'écart-type de revenu par tête dans les Etats, est systématiquement rejeté par les études. Si ce choix de variable est aisément justifiable, il induit néanmoins une vision extrêmement réductrice du volet des réformes structurelles et par conséquent, doit nécessairement être soit rejeté, soit complété. En effet, les réformes de la *New-Deal* ont surtout consisté à introduire des rigidités nominales à la baisse. Or on a vu que celles-ci peuvent servir de matelas au début d'une crise, mais n'assurent aucunement la reprise. Elles sont au contraire à l'origine d'un chômage de long terme, de sorte que leur efficacité n'est pas indépendante, mais repose complètement sur le volet *recovery* de la *New-Deal*. Il faut ainsi distinguer l'objectif de réforme des effets de cette réforme et de l'influence

macroéconomique des autres volets de la *New-Deal*, ce que ces études ne font pas. Ajoutons que l'insertion de moyennes nationales combinées aux variables explicatives, moyennes censées mettre en relief le comportement particulier de la politique économique au niveau des Etats, ne résout que partiellement le problème et surtout, réduit sensiblement la significativité des résultats. Compte tenu de ces critiques, on a voulu affiner le diagnostic sur la *New-Deal* en mesurant l'efficacité relative des différents programmes la composant, et en mettant de côté le volet des réformes de marché (principalement la NIRA, les accords de relèvement des salaires et les nouvelles régulations du marché du travail). De cette manière, l'hétérogénéité des traitements entre Etats doit être plus directement mesurable. L'impact de la *New-Deal* sur le revenu a d'abord été étudié au niveau des Etats, puis plus récemment au niveau des comtés, grâce à la mise à disposition récente des données budgétaires du Trésor sur la période (Fleck [1994] pour une analyse des facteurs politiques des Etats du Sud et Fishback, Horrace & Kantor [2001]). Le couplage des analyses instrumentale et spatiale permet de prendre en compte la spécialisation des programmes de financements et de garanties publics et leur forte dispersion géographique. Un inconvénient notable est de ne pouvoir prendre en compte les chocs monétaires au cours de la première et de la seconde *New-Deal*, d'où un risque de biais positif important de significativité des variables utilisées pour évaluer l'efficacité de chaque programme. La difficulté de trouver des critères d'efficacité par programme spécialisé se double de celle d'en évaluer les biais d'endogénéité et les *spill-over effects* entre une zone géographique et les zones voisines pour chaque programme est presque insurmontable. La fiabilité douteuse de ces approches systématiques tient entre autres à ce que les deux biais à mesurer qui viennent d'être évoqués ne sont pas des informations complémentaires susceptibles d'enrichir les conclusions de tels travaux, mais des mesures qu'il est nécessaire d'effectuer pour que ces conclusions aient une pertinence du point de vue de l'analyse économique. A l'intérieur d'une même zone, l'efficacité relative de chaque programme est pratiquement toujours appréhendée, *in fine*, par son impact relatif sur l'indice des ventes de détail. Mais pour éviter les matrices de trop grande taille qui poseraient un problème de significativité, on a recours à des indicateurs indirects pour appréhender les effets de *spill-over*. Il en résulte que ces choix d'indicateurs sont hautement subjectifs, fonction de 'l'histoire que l'on souhaite raconter', et susceptibles d'incorporer des effets parasites dans les mesures statistiques d'autant plus importants que l'on teste en même temps une pléthore de programmes.

Ces mises en garde faites, les résultats de ces études donnent des conclusions relativement homogènes. Les dépenses de travaux publics, comme les routes et les barrages ont eu un effet positif sensible localement et sur les régions voisines. C'est le programme de la *New-Deal* qui

semble avoir eu le plus gros effet sur la dépense privée, ce qui était prévisible⁵⁷⁸. Les dépenses associées aux programmes d'assistance sociale semblent avoir eu un effet positif sur l'activité locale et négatif sur l'économie des régions voisines. Cette différence, sensible dans les études au niveau du comté, s'efface au niveau *mezzo* des Etats, de sorte que l'effet net de ces filets sociaux est positif. Les dépenses associées aux programmes de limitation de la production agricole sous l'égide de l'AAA ont un effet de relance ambiguë selon ces études. Les aides octroyées aux propriétaires agricoles l'ont été en compensation d'un rationnement de la production. Whatley [1983] montre que la hausse des revenus assurée par celle des prix agricoles ne s'est pas traduite par une relance de l'emploi rural, mais par un exode de la main d'œuvre noire des Etats agricoles vers les grands centres urbains. Cet effet redistributif de l'AAA expliquerait son impact net négatif sur les indices de vente de détail dans les milieux ruraux (Fishback, Horace & Kantor [2001]). Ce mouvement se serait prolongé sur toute la période de la reprise en raison de la faible propension à dépenser des propriétaires terriens bénéficiaires des subventions et parce que le rythme des embauches agricoles fut encore atténué par l'effort de mécanisation conduit sur cette période (Alston [1981]). L'impact négatif sur les Etats voisins viendrait alors de ce que la main d'œuvre noire arrivant aurait entraîné une pression nouvelle à la baisse des salaires dans les secteurs manufacturier, de la construction et des transports.

Aux critiques générales formulées précédemment, ajoutons ceci. La fiabilité de ces conclusions doit d'abord être relativisée par le fait que les indices de ventes de détail par tête, utilisés comme *proxy* de l'activité économique locale, sont des indicateurs beaucoup mieux corrélés aux évolutions du revenu des ménages dans les Etats fortement urbanisés que dans les Etats agricoles. Ceci découle de la plus grande difficulté à évaluer l'évolution démographique d'une année sur l'autre dans la seconde catégorie d'Etats. Egalement, ce *proxy* sous-entend qu'il existe une corrélation stable et de même grandeur entre la dépense en consommation de détail et le revenu dans toutes les zones géographiques. Or c'est d'autant moins le cas que les niveaux d'endettement sont très différents entre les états agricoles et les autres Etats, et que la dépense en biens durables non inclus dans ces indicateurs et en investissements résidentiels avaient atteint un

⁵⁷⁸ Bien que leur évaluation est limitée par la difficulté à choisir des critères pertinents pour mesurer les contributions publiques, les programmes d'octroi de garanties publiques sur les prêts hypothécaires sont jugés très positifs localement (les garanties publiques permettent aux banques de réduire les taux pratiquer et d'allonger la durée d'amortissement des emprunts, de sorte qu'elles desserrent la contrainte budgétaire de la middle class) et globalement (relance du secteur de la construction : pourtant en 1936, BTP toujours nettement sous le niveau de 1933). Leur impact est sous-estimé pour au moins deux raisons. Les statistiques sur les ventes de détail n'incorporent pas la dépense en investissement résidentiel et dans nombre de biens durables. En relançant la demande de construction de logement dans un secteur moribond, ces programmes ont permis le désendettement des entrepreneurs de ce secteur, nécessaire pour pérenniser la reprise. Egalement, la FHA, en assurant l'offre de prêts hypothécaires à des conditions plus favorables qu'avant 1929, a permis de relancer le marché hypothécaire américain et de lui donner une liquidité et un allongement des maturités moyennes très net (Fishback, Horace & Kantor [2001]).

niveau quasiment nul en 1933. Ces biais, s'ils ne sont pas pris en compte dans l'explication des résultats empiriques, conduisent à des conclusions erronées sur l'efficacité relative des différents programmes de la *New-Deal*.

Les raisonnements formulés dans ces papiers illustrent bien les limites de ces analyses quantitatives systématiques micro –utilisant des raisonnements micro– aux prétentions macro. Le jugement négatif porté sur l'AAA est emblématique, puisqu'on sait bien que d'une part, la politique agricole rassemblait plusieurs programmes complémentaires, dont l'AAA, et que d'autre part, elles ont eu pour effets recherchés et obtenus, une production contrainte et une modernisation accélérée du secteur. La conséquence a été un transfert de population vers les villes et une reprise de l'investissement en machines, c'est-à-dire hors du secteur primaire, d'où une inefficacité apparente de l'AAA d'un côté, des programmes sociaux et de relance dans l'industrie de l'autre, puisque ces derniers doivent absorber l'immigration massive vers les villes et régions industrielles. Ces mécanismes de croissance par l'innovation sont ainsi extrêmement difficiles à mettre en évidence empiriquement par une analyse micro systématique tridimensionnelle (spatiale, sectorielle, temporelle) pour un pays aussi vaste que les Etats-Unis. Dans le fond, ces raisonnements empruntés par cette littérature s'appuient sur des intuitions de type néo-classique plus ou moins affichées, qui inspirent la manière dont sont conçus les tests et leurs résultats interprétés. On retrouve cela explicitement dans Wallis et Benjamin [1981 - 1989] notamment, et dans une moindre mesure, de Fishback, Horace & Kantor [2001].

Tableau 15 – Actifs acquis en repo par la Banque du Japon (trios yens)

Titres de la dette publique	2,07
Papiers commerciaux	2,64
Dont OPCVM papiers commerciaux	0,00
Dont avec nantissements	2,00
Dont sans nantissements	0,59

Tableau 16 – Collatéraux pris au titre de l'ensemble des opérations de la Banque du Japon (trios yens)

	Valeur collatérale
Total	78,84
Obligations	60,70
<i>Dont obligations publiques</i>	<i>56,44</i>
<i>Dont Bons du trésor</i>	<i>15,30</i>
<i>Dont obligations garanties par l'Etat</i>	<i>2,22</i>
<i>Dont obligations municipales</i>	<i>0,95</i>
<i>Dont obligations du FILP</i>	<i>0,21</i>
<i>Dont obligations d'entreprises privées</i>	<i>0,34</i>
<i>Papiers commerciaux nantis & ABS</i>	<i>0,1</i>
Titres de dette à court terme privée sans nantissements	0,49
<i>Papiers commerciaux</i>	<i>0,00</i>
<i>Autres titres de dette à court terme privée</i>	<i>0,49</i>
Créances hypothécaires privées	17,65
<i>Créances hypothécaires d'entreprises privées</i>	<i>0,15</i>
<i>Créances hypothécaires émises par le Compte Spécial de financement local du Gouvernement</i>	<i>14,70</i>
<i>Créances hypothécaires émises par le DIC</i>	<i>1,58</i>
<i>Créances hypothécaires émises par l'IRCJ</i>	<i>0,46</i>
<i>Créances hypothécaires émises par le BSPC</i>	<i>0,76</i>

Annexes au chapitre IV « La stabilisation bancaire » :

Annexe au chapitre IV n°10 – Statistiques sur la RFC et les défauts bancaires pendant la Grande Dépression

Tableau 17 – Etats-Unis : croissance du programme ADP de la RFC (1933-34)

	Détention de capital par la RFC (mios usd)
1 ^{er} trim. 1933	13
2 ^{ème} trim.	43
3 ^{ème} trim.	63
4 ^{ème} trim.	264
1 ^{er} trim. 1934	594
2 ^{ème} trim.	817
Total	1794

Vicker [1986 - p.148]

Tableau 18 – Etats-Unis : coût direct des faillites bancaires (1921-1942)

	Nombre de suspensions bancaires	Dépôts concernés (mios USD)	Pertes des déposants (mios USD)	Pertes en % des dépôts parmi les banques fermées	Pertes en % des dépôts de toutes les banques ciales
Pre-FDIC :					
1921	506	172,8	60,0	34,7	0,21
1922	366	91,2	38,2	41,9	0,13
1923	646	149,6	62,1	41,5	0,19
1924	775	210,2	79,4	37,8	0,23
1925	617	166,9	60,8	36,4	0,16
1926	975	260,2	83,1	31,9	0,21
1927	669	199,4	60,7	30,4	0,15
1928	498	142,4	43,8	30,8	0,10
1929	659	230,6	76,7	33,2	0,18
1930	1350	837,1	237,4	28,4	0,57
1931	2293	1690,2	390,5	23,1	1,01
1932	1453	706,2	168,3	23,8	0,57
1933	4000	3596,7	540,4	15,0	2,15
Post FDIC :					
1934	61	37,33	6,5	17,4	0,0228
1935	31	13,9	0,6	4,3	0,0018
1936	72	28,1	0,2	0,7	0,0005
1937	82	33,9	0,2	0,5	0,0004
1938	80	58,2	0,3	0,5	0,0008
1939	71	158,6	1,4	0,9	0,0033
1940	48	142,8	0,06	0,04	0,0001
1941	17	29,8	0,03	0,1	0,0001
1942	23	19,5	0,02	0,1	0,0000

Source : Calomiris & Masson [2001] et Friedman & Schwartz [1963]

Annexe au chapitre IV n°11 – Les procédures de résolution des défauts bancaires

PROCEDURE	COMPTE DU DIC AFFECTE	OBJECTIFS
<p>Bridge Bank 102.1.(3) DIC Law</p> <p>Depuis 2001</p>	<p>Restructuration Financière & compte général</p>	<p><u>Principes</u> Inscrite dans les statuts du DIC, non dans le code bancaire, ce qui en fait une loi de faillite :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dirigeants et actionnaires évincés définitivement – réduction à zéro du capital d'entrée - établissement systématique de la responsabilité des dirigeants - refonte immédiate de la structure de gouvernance - Séparation des actifs sains/dépréciés + externalisation vers RCC : performance individuelle des comptes publiée. - durée de la nationalisation temporaire plafonnée à 2 ans, possibilité d'un an de plus. Issue : revente ou liquidation
<p>Fin. Function Stabilization Law (a) (FFSL)</p> <p>FY1998</p>	<p>ESL</p>	<p>Procédure d'injection en open-bank</p> <p><u>Objectifs</u> Injection en <i>open-bank</i> dans des banques solvable en difficulté transitoire → Injections de mars 1998</p> <p><u>Principes</u> : Inscrite dans la loi bancaire, non dans les statuts du DIC, ce qui en fait une loi classique :</p> <ul style="list-style-type: none"> - pas de réduction du capital - pas de sanction des dirigeants par éviction - Pas de séparation systématique des actifs sains et dépréciés ; externalisation des pertes vers RCC optionnelle. - conditions de remboursement des fonds bornées à une échéance maximale
<p>Early Strengthening Law (ESL)</p> <p>Depuis 03/1999 Jusque 03/2001</p>	<p>ESL</p>	<p>Procédure d'injection en open-bank</p> <p><u>Objectifs</u> Injection en <i>open-bank</i> dans des banques solvables → Injections mas 1999- mars 2002 / toujours en activité</p> <p><u>Principes</u> Inscrite dans la loi bancaire, non dans les statuts du DIC, ce qui en fait une loi classique :</p> <ul style="list-style-type: none"> - pas de réduction du capital systématique - pas de sanction des dirigeants par éviction systématique - créanciers protégés - Pas de séparation systématique des actifs sains et dépréciés ; externalisation des pertes vers RCC optionnelle. - conditions de remboursement des fonds pour l'essentiel bornées à une échéance maximale

<p>DIC Law Art. 102.1.1. (DICL)</p> <p>Depuis FY2001</p>	<p>Gestion de crise</p>	<p>Procédure d'injection en open-bank</p> <p><u>Objectifs</u> Injections en <i>open-bank</i> dans les banques insolvable mais susceptible de recouvrir leur solvabilité et procédure d'urgence pour soutenir les banques dont la fragilité génère un risque systémique ou de crise régionale ; privilégiée pour les grandes banques. Remplace la procédure <i>Early Strengthening</i>. Durci par le <i>Program for Financial Revival, Special Support to Financial Institutions (oct 2002)</i> puis le <i>Strengthening Financial Function Act</i> introduit en septembre 2004.</p> <p>→ <i>Resona HD</i> en juin 2003</p> <p><u>Principes</u> Inscrite dans les statuts du DIC, ce qui impose l'application des principes de la faillite.</p> <ul style="list-style-type: none"> - division systématique '<i>new account</i>' / '<i>revival account</i>' ; performances individuelles des comptes non publiée ; - éviction ou mise sous tutelle systématique des dirigeants par '<i>monitoring team of the bank's management</i>' ; responsabilisation des dirigeants sur les plans de redressement : éviction possible avec gel des salaires et bonus ; mise en place d'inspecteurs résidents. - installation possible d'inspecteurs de la FSA au Conseil d'Administration ; application systématique du '<i>committee system</i>' depuis FY2003 - réduction partielle de capital obligatoire, mais compensation possible : actionnaires menacés potentiellement ; premières émissions en actions ordinaires ; Etat actionnaire > 50%. - créanciers subordonnés non protégés sur le principe <p>Contrainte de solvabilité relâchée si 'le risque systémique ou de déstabilisation de l'économie régionale' est invoqué (audit réalisé ex-post)</p> <p><i>Strengthening Financial Function Act</i> de 2004 : réforme des modèles de gouvernance et d'évaluation interne des risques (méthode DCF)</p>
<p>Financial Reorganization Promotion Law (FRPL)</p> <p>Depuis 01/2002 Jusque 03/2008</p>	<p>Promotion des rapprochements</p>	<p>Procédure d'injection en open-bank :</p> <p><u>Objectifs</u> Procédure externe aux statuts du DIC, ce qui ne lui confère par le statut de loi de faillite. Promotion des rapprochements de banques régionales : soutien au ratio de solvabilité d'une banque saine dont la reprise d'une banque fragile mais solvables réduirait ce ratio. Entre la F&A assistée et l'injection en <i>open-bank</i>.</p> <p>→ <i>Kanto Bank & Tsukuba Bank = Kanto Tsukuba Bank</i> (mars 2003)</p> <p><u>Principes</u> - reprend les conditions des injections sauf : (1) pas de poursuite ni d'éviction des dirigeants pour la gestion antérieure à la reprise et passifs non remis en question ; (2) les premières émissions ne sont pas nécessairement des actions ordinaires ;</p>
<p>Fin. Function Reinforcement Law</p> <p>Depuis FY2004 Jusque 03/2008</p>	<p>Développement du modèle bancaire</p>	<p>Procédure d'injection en open-bank :</p> <p><u>Objectifs</u> Ouvert aux établissements solvables, mais peu rentables, dont l'activité est nécessaire à l'économie régionale. Intégré au FRPL Promeut (1) le recentrage du modèle bancaire 'dans le respect de la banque de proximité' (complété sur ce point par le <i>Enhancement Relationship Banking Program</i> de juin 2004) et (2) les rapprochements entre établissements locaux</p> <p><u>Principes</u> Idem que FRPL + réduit les contraintes de systématisation des règles de valorisation des risques + restreint les conditions de conversion des droits de vote de l'Etat si (1) la qualité informationnelle des relations à l'engagement est élevée et non transmissible, (2) si la banque participe à un rapprochement dans l'année, (3) s'il existe un soutien des administrations locales ; (4) si la banque adopte le nouveau modèle de gouvernance de la BRI.</p>

(a) Cette procédure fut remplacée par celle qui a servi aux injections de 1999 : *Early Strengthening Law* ; Sources : *DIC Law* et site de la FSA : www.fsa.gov.jp.

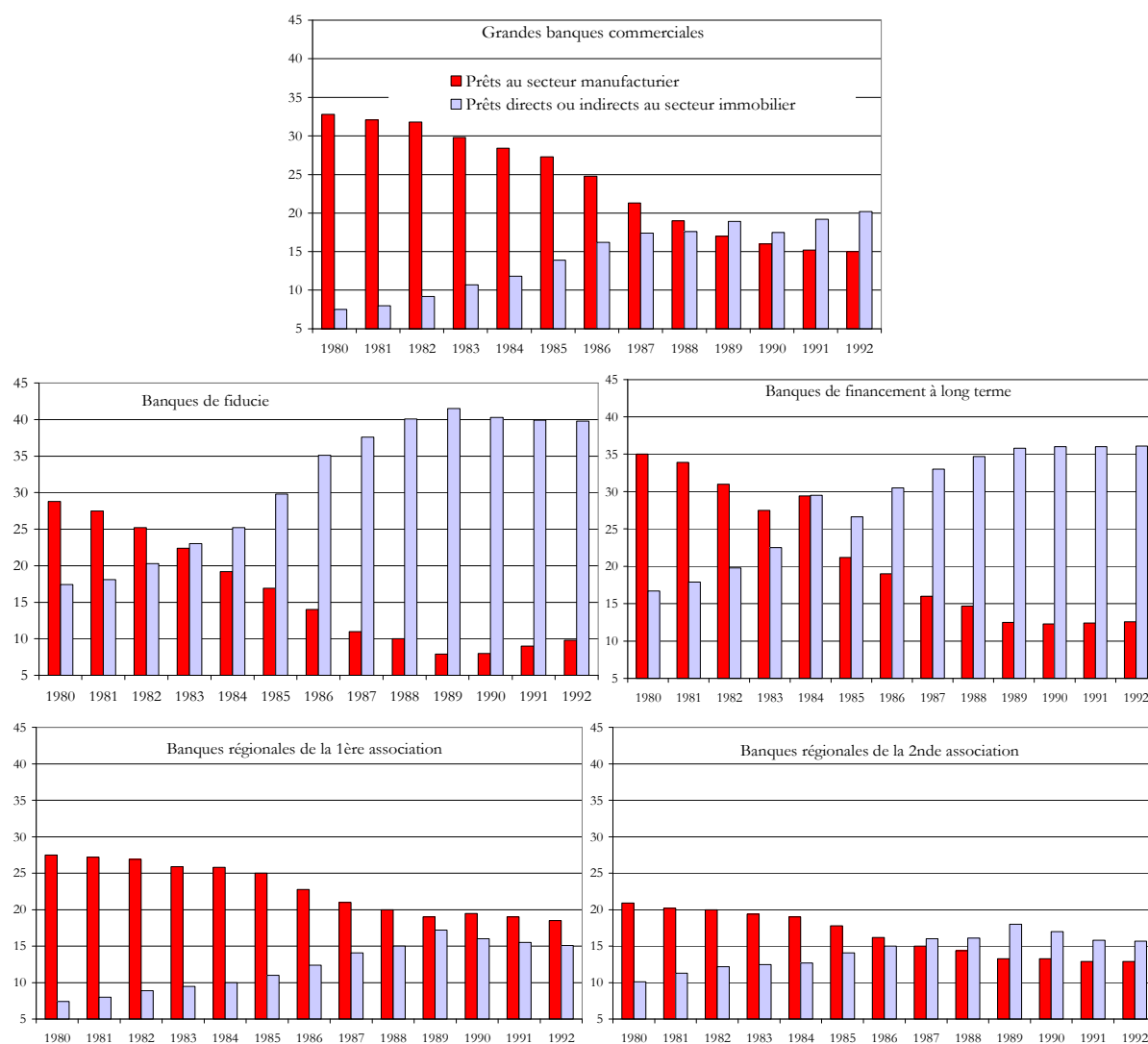
Annexe au chapitre IV n°12 – Le partage des pertes sur les *jusens* au Japon en 1996

Tableau 19 – Japon : partage des pertes des <i>jusens</i>	...théoriques	...assumées
City banks	10%	25%
Trust banks	16%	17%
Banques de crédit à long terme	11%	32%
Banques régionales	8%	18%
Banques mutualistes agricoles	43%	5%
Assurance-vie & Autres	12%	3%

Sources : Ministère des Finances et Banque du Japon

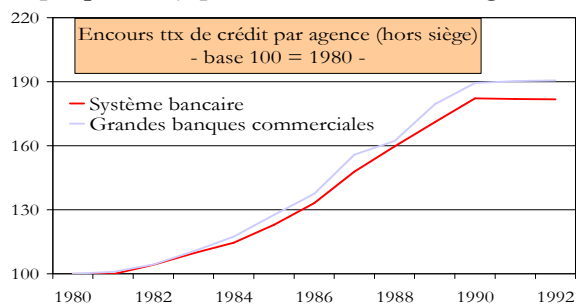
Annexe au chapitre IV n°13 – Les engagements immobiliers des banques japonaises par catégories d'établissements pendant la bulle

Graphiques 91, 92, 93, 94 & 95 – Japon : la fragilisation des banques dans la bulle (% des encours de crédit)



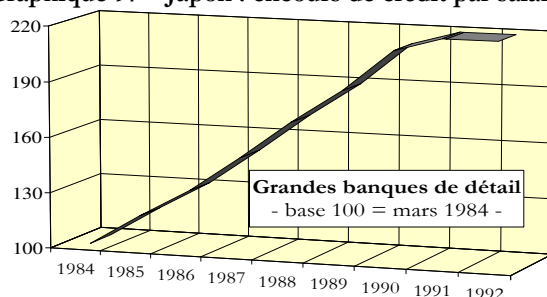
Source : Japan Bankers' Association – Annual Reports

Graphique 96 – Japon : encours de crédit/agence



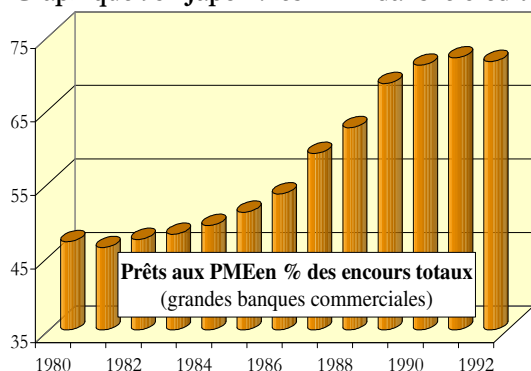
Source : Banque du Japon

Graphique 97 – Japon : encours de crédit par salarié



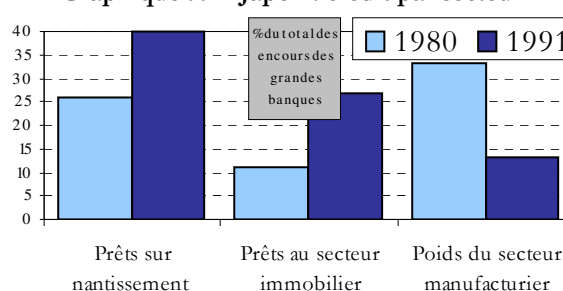
Source : OCDE [1995], rentabilité des banques : 1984-1993, Paris

Graphique 98 – Japon : les PME dans le crédit



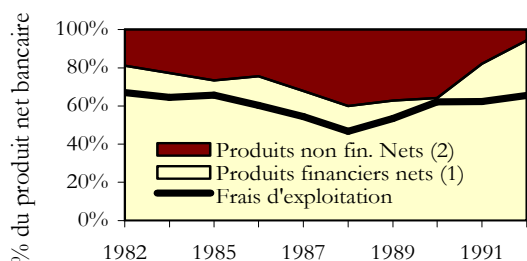
Source : Bank of Japan, Economic Statistic Monthly

Graphique 99 – Japon : crédit par secteur



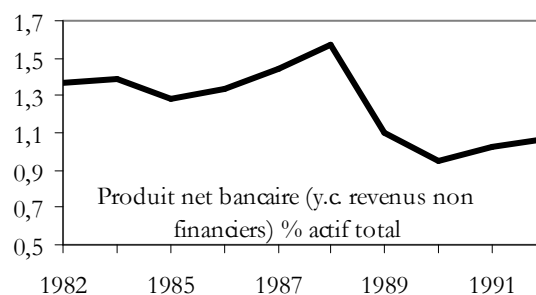
Source : Annuaire 1993 Mitsui Fudosan, in Aveline [1995], JBA Annual Report of banks accounts. NB : Grandes banques ; Les prêts au secteur immobilier inclus ceux accordés directement aux professionnels et indirectement, via les non-banques.

Graphique 100 – Japon : structure des revenus bancaires (grandes banques)



Source : Bank of Japan Quarterly Bulletin. NB : (1) Revenus d'intérêts, commissions afférentes aux opérations de prêt, dividendes ; (2) Revenus de commissions, opérations de change, plus-values et moins values en capital réalisées et revenus exceptionnels.

Graphique 101 – Japon : performance du produit net bancaire (grandes banques)



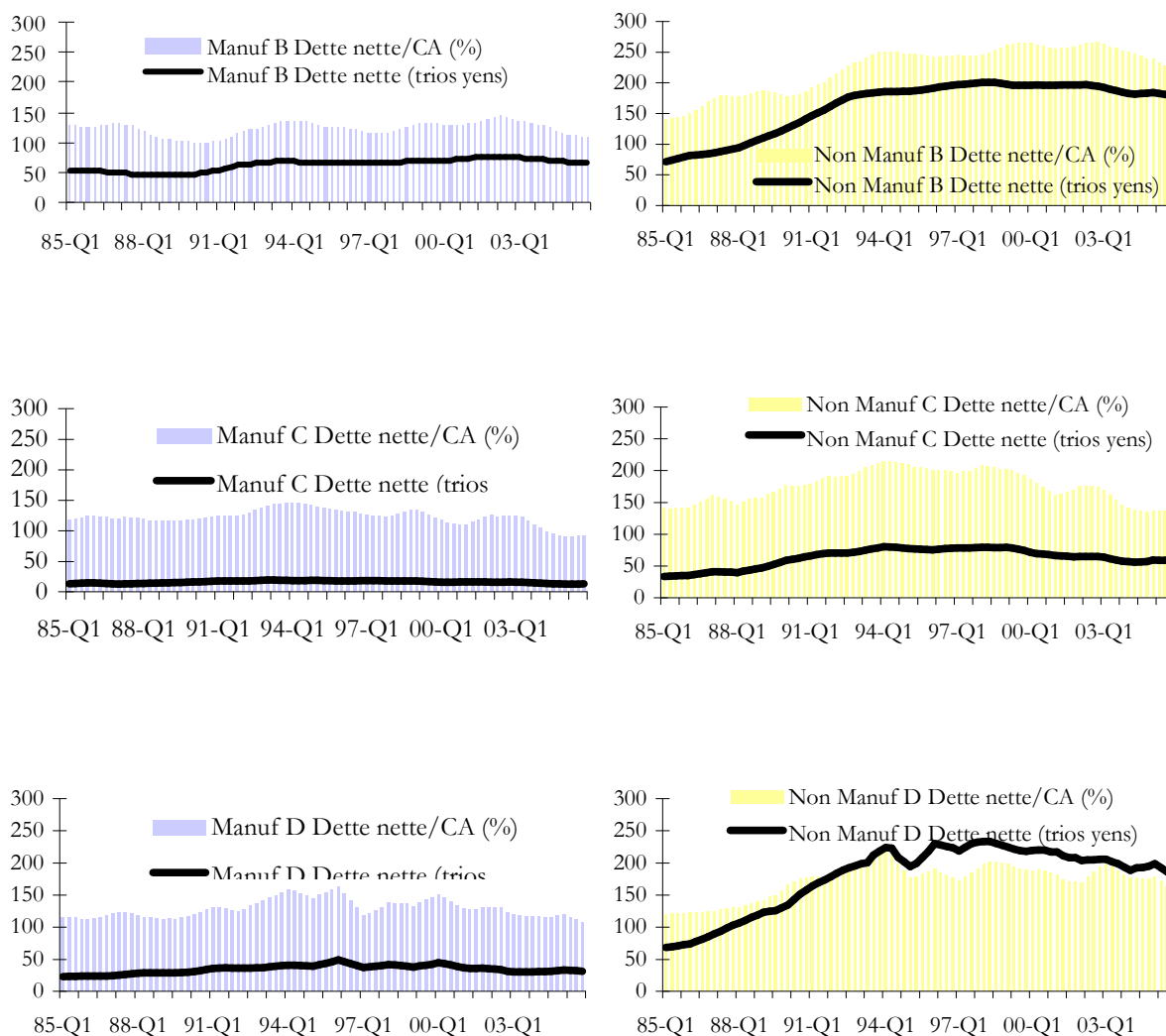
Source : Bank of Japan Quarterly Bulletin

Tableau 20 – Japon : accroissement de la dispersion de la durée des prêts dans les encours

En % des encours de crédit des grandes banques commerciales	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Prêts < 3 mois (n.i. découverts & compte courant)	29,5	20,4	14,5	12,1	10,0	5,4	5,6
Prêts 3 mois – 1 an	36,1	38,8	37,2	32,8	27,6	26,3	19,6
Prêts à découvert	1,9	8,1	10,9	13,2	14,9	15,4	17,6
Prêts supérieurs à un an	32,5	32,7	37,4	41,9	47,5	52,9	57,2

Source : OCDE [1995], rentabilité des banques : 1984-1993, Paris

Graphique 102 – Japon : endettement net des entreprises par taille et par secteur en montant et par rapport au chiffre d'affaire



B : fonds propres supérieurs à un milliard de yens
 C : fonds propres entre 100 millions et un milliard de yens
 D : fonds propres entre 10 et 100 millions de yens.

Source : Ministry of Finance, *Financial statistics of corporations by industries*

● Cette annexe présente la perception de la crise bancaire à travers quatre principaux indicateurs de marché. Elle permet, d'une part, de **définir le timing** du passage de la dissimulation complète à la reconnaissance d'une crise générale de solvabilité (crise de 1997-98) puis à la reconnaissance de la diversité des états bancaires et à une nouvelle extension de la crise (2001-02), enfin à une amélioration générale mais fragile de la solvabilité des grandes banques, dans un environnement discriminant davantage les risques individuels (post-2003). D'autre part, on observe concrètement **comment l'environnement prudentiel et la politique monétaire quantitative biaisent la significativité de ces indicateurs de marché**. Ils sont complémentaires parce qu'ils permettent de révéler ces biais. Dans la phase de stabilisation la plus récente, l'amélioration générale constatée s'accompagne d'une volatilité persistante des déposants, des valorisations boursières et des primes sur les dérivés de crédit, qui a deux explications : 1) la crise toujours tenue dans les banques régionales et chez certaines grandes banques bien identifiées, et 2) la structure anormale des fonds propres bancaires dans la quasi-totalité des banques. On retrouve donc dans ces indicateurs l'ambiguïté de la norme de solvabilité discutée dans le chapitre consacré à la stabilisation bancaire.

(i) Indicateur n°1 : Le *Japan premium*

● Il existe plusieurs indicateurs généraux sur la perception de la crise bancaire par les marchés. Le premier est le *Japan premium*⁵⁷⁹. Cet indicateur, mis en évidence surtout à partir de la crise de 1997-98, reflète la probabilité de défaut des banques japonaises sur leurs euro-emprunts monétaires. Une prime moyenne élevée signale une crise de confiance à l'égard d'un système bancaire dans son ensemble. C'est ce qui se passe au Japon à partir des grosses faillites de novembre 1997, celle de *Yamaichi Securities*, 4^{ème} maison de titres des *Big-Four* et fleuron de la finance japonaise, et surtout celle de *Hokkaido Takushoku Bank*, première grande banque à tomber⁵⁸⁰. Pour les

⁵⁷⁹ Le *Japan premium* est la prime de risque de contrepartie imposée indifféremment à toutes les banques japonaises dans leurs opérations d'emprunt sur les euromarchés monétaires. Sur la liquidité en dollar, il est calculé comme l'écart entre le TIBOR et le LIBOR eurodollars, puisque le TIBOR représente les taux pratiqués entre banques japonaises. Le nombre de ces dernières sur l'eurodollar étant limité, pour élargir l'échantillon des primes pratiquées, on peut aussi faire ce même calcul d'écart entre LIBOR et TIBOR sur le marché de l'euroyen. Dans ce cas, on calcul le risque de contrepartie par rapport à la liquidité en yen.

⁵⁸⁰ Le *Japan premium* apparaît pour la première fois en 1995. Avec la faillite des *jusens* et de la *Hyogo Bank*, un établissement régional de petite taille. Ces défauts, qui font suite à la mise en faillite de deux mutuelles de crédit (*credit cooperatives*) sont interprétés par les marchés comme les signes que les problèmes des banques sont plus importants que ce qui est officiellement reconnu. On ne peut cependant pas parler de crise de système. La prime reste à un

établissements continuant de travailler sur les euromarchés en dollars, le *Japan premium* atteint 110 points en décembre 1997 et est encore à 80 points de base au premier trimestre 1998⁵⁸¹. Maintenu ensuite aux alentours des 30 points, il s'élargit à nouveau au cours de la faillite des deux établissements nationaux -*Long Term Credit Bank* (LTCB) puis de *Nippon Credit Bank* (NCB)-. Au total, au cours de la crise bancaire majeure de 1997-98, la prime est en moyenne de 100 points de base. C'est donc véritablement à compter de cette première grande crise que l'on peut dater la reconnaissance par le marché du caractère général de la crise de solvabilité des banques japonaises. Le *Japan premium* disparaît presque à partir de 1999 et n'atteint que 10 points de base lors de la seconde grande crise bancaire, qui va de l'éclatement de la bulle internet en 2001 à mars 2003. Le problème est que cet indicateur du caractère général de la crise a perdu de sa pertinence. D'abord parce que les banques les plus fragiles sont sorties du marché international et que les fusions opérées depuis 1999 entre grandes banques sont considérées par les acteurs interbancaires comme des facteurs renforçant leur liquidité à court terme. Ensuite, même dans les trois cas de défaut de 1997-98, les obligations interbancaires furent honorées très rapidement. Enfin, et c'est une raison déterminante, depuis 2000, précisément depuis la politique monétaire quantitative, les euromarchés exigent systématiquement des banques japonaises la constitution de dépôts en collatéraux de leurs emprunts. C'est précisément pour cette raison que, depuis 2000, le *Japan premium* est peu réactif et surtout, ne peut plus être utilisé comme indicateur de la fragilité du système bancaire.

D'une manière plus générale, la critique que l'on peut adresser à cet indicateur est qu'il ne reflète pas exactement le risque de faillite, mais plutôt le risque de liquidité interbancaire dans la monnaie négociée, risque auquel une banque solvable peut également être sujet. La significativité du *Japan premium* doit être évaluée à l'aune de la politique de la banque centrale en matière d'intervention en dernier ressort sur les opérations euro de ses banques secondaires : et plus généralement peut-être, elle doit être évaluée à l'aune du statut des dettes monétaires interbancaires dans la procédure de faillite qui s'applique aux banques. Précisément, celle introduite avec la réforme de l'organisme d'assurance des dépôts -le DIC- en 1998, garantit tous les passifs bancaires, dépôts et dettes⁵⁸². Le dégonflement du *Japan premium* à partir de 1999 peut donc facilement s'expliquer par ce changement institutionnel et non par un changement dans la perception de la crise par les

niveau faible et se stabilise à 5-10 points de base jusqu'au premier semestre 1997, après une brève poussée en 1996, avec les premières difficultés *Nippon Credit Bank*, un établissements de taille nationale qui sera nationalisé fin 1998.

⁵⁸¹ 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. Les autres grands établissements, une minorité -*Yasuda, Daima, Chuo...*- sont exclus temporairement des opérations euro, amplifiant encore leurs problèmes de liquidité (Bank of Japan [1998]).

⁵⁸² La garantie totale des dépôts date de juin 1995, mais ce n'est qu'à partir de la révision des statuts du DIC en 1998, dans lesquels sont formulées les procédures de faillite bancaire, que tous les passifs sont protégés.

marchés. Le rétablissement d'un statut classique pour les euro-engagements date de l'introduction d'une procédure de faillite normalisée à travers la révision des statuts du DIC en avril 2005. le maintien de la politique monétaire quantitative à taux zéro maintien l'ancien statut *de facto*, puisque dans ces conditions, les collatéraux imposés aux banques ne leur coûtent rien

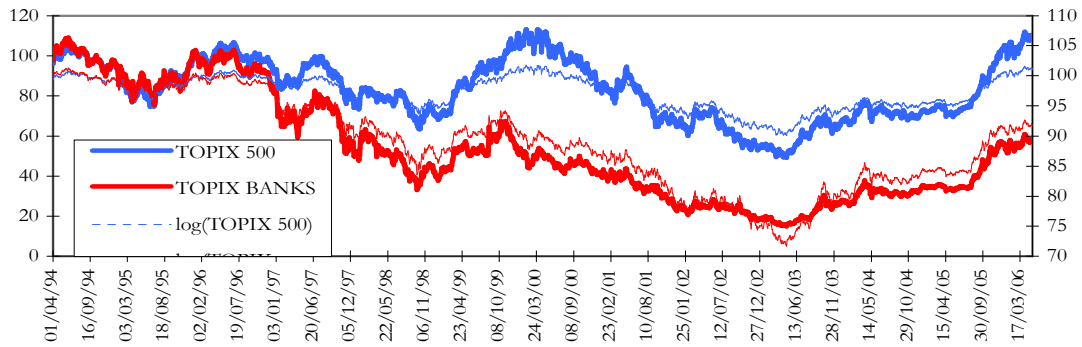
(ii) Indicateur n°2 : La valorisation boursière des banques

- Le deuxième indicateur de marché est, non plus l'évaluation du risque sur le crédit interbancaire, mais la valorisation des banques en bourse, précisément les évolutions comparées de l'indice général de la bourse et des indices des valeurs bancaires, généraux et par notations (prime rating versus Baa2/Baa3). Comme pour le *Japan premium*, la perception du caractère général de la crise de solvabilité date de la faillite de *Hokkaido-Tokai* en novembre 1997, puisque c'est la première fois que le comportement de l'indice bancaire se distingue sensiblement de l'indice général. Ce défaut provoque l'effondrement de toutes les valeurs bancaires et plus encore des banques considérées comme les plus faibles. Les deux indices divergent encore un peu plus à partir de la seconde crise bancaire, après 2000, mais cette divergence est provoquée par des chocs symétriques qui affectent toutes les banques, non plus par le défaut d'un établissement. La crise bancaire générale est pleinement reconnue et le tabou est levé sur les nationalisations. Les marchés établissent une distinction de plus en plus nette entre les situations particulières des établissements, reflétée par ailleurs dans la divergence croissante entre l'indice bancaire général, celui des moins bonnes notations et les valeurs bancaires individuelles⁵⁸³.

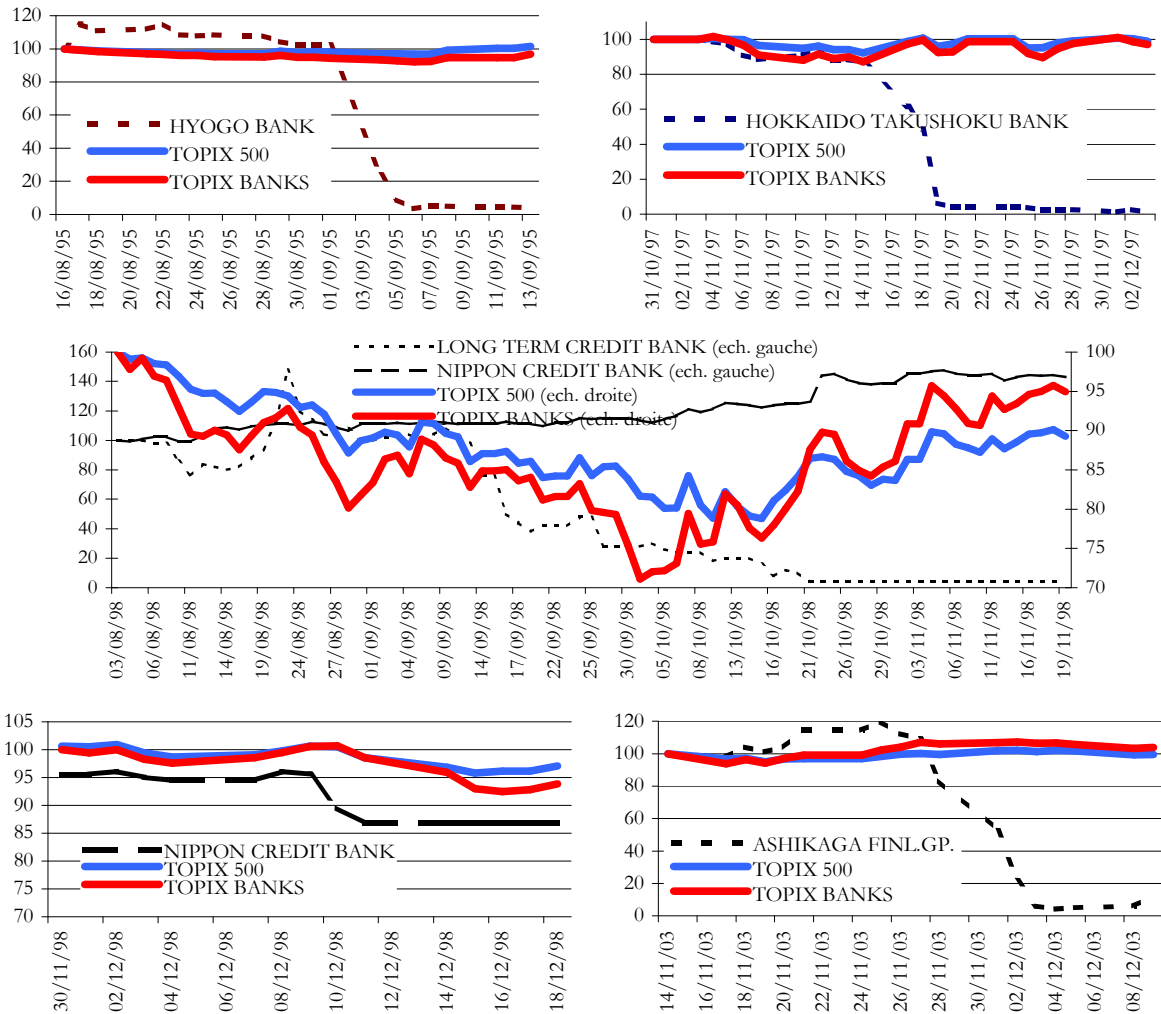
Cet indicateur de crise confirme donc ce que dit le *Japan premium* et l'enrichit : la reconnaissance de la crise générale se double d'une reconnaissance de la diversité des états bancaires individuels, et d'un écart croissant entre les meilleurs et les moins bons. Le risque moyen s'est accru après 2000 – ce que ne dit pas le *Japan premium* – et en 2005 encore, la crise bancaire est perçue comme générale, quoique moins ténue en moyenne, puisque la bonne performance des valeurs bancaires par rapport à l'indice général de la bourse en 2004-05 n'a pas permis de résorber l'écart entre les valeurs bancaires et l'ensemble de la bourse. Mais on doit tenir compte d'une limite de ce deuxième indicateur de crise : un cours boursier valorise la somme actualisée des revenus futurs anticipés, dans lesquels la faillite n'est que l'événement négatif le plus extrême. Ce qui biaise encore l'analyse est que les injections de fonds publics passées n'ont pas pénalisé les actionnaires anciens, de sorte que les cours boursiers des banques en ayant bénéficié ou susceptibles d'en bénéficier valorisent cet événement -et par conséquent la faillite- avec un biais positif.

⁵⁸³ Les nationalisations des LTCB et de NCB en 1998 n'étaient pas des surprises et donc n'eurent pas d'impact sur les autres valeurs quand elles intervinrent. Quand à la nationalisation plus récente du méga-groupe *Resona*, en 2004, elle n'a pas non plus modifié la vision du système bancaire par le marché.

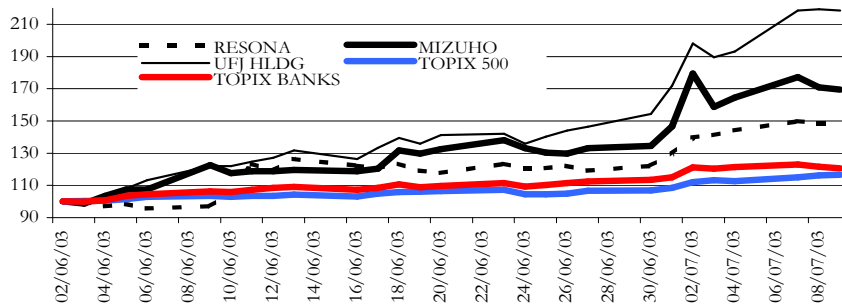
Graphique 103 – Japon : indice boursier général & indice des valeurs bancaires



Graphiques 104 – Japon : la réaction des indices boursiers aux faillites bancaires



Graphiques 105 – Japon : l'aléa moral produit par le sauvetage de Resona



Source : Datastream

(iii) Indicateur n°3 : La confiance des déposants

● Le troisième et avant-dernier indicateur de marché est le plus traditionnel : le comportement des déposants. Comme les autres, son analyse est biaisée par l'évolution du cadre institutionnel des faillites bancaires. Celles de 1995 avaient déclenché des ruées bancaires sur les plus petits établissements, au profit de la poste et des banques de grande taille. Pour éviter que la destruction monétaire produite par ces mouvements propage la crise des banques périphériques vers les grands établissements, comme ce fut le cas au cours de la Grande Dépression⁵⁸⁴, le Gouvernement annonce en juin 1995 qu'il garantit en totalité les dépôts bancaires. Cette déclaration est inscrite dans les statuts du DIC révisés de juin 1996, puis réaffirmée et élargie en 1998 à tous les passifs bancaires, avec une limite temporairement fixée d'abord fin mars 2001, puis repoussée à fin mars 2002. A cette dernière échéance, le gouvernement décide de ne lever la garantie totale que pour les dépôts à terme. Le retour au régime classique pour les dépôts à vue est alors fixé –et effectivement réalisé– en avril 2005... soit après une période record de dix ans de régime spécial⁵⁸⁵.

Sur la période antérieure à 2002, les mouvements de dépôts perdent donc une partie de leur significativité. On peut néanmoins dire ceci : les fuites de dépôts des petits établissements, larvées depuis 1995, s'accroissent temporairement et s'élargissent aux grandes banques pendant la première grosse crise bancaire, lors du défaut d'*Hokkaido-Tokai* en 1997⁵⁸⁶. Dès lors, le principal bénéficiaire est la Poste et dans une bien moindre mesure, les grands établissements les mieux cotés, essentiellement *Bank of Tokyo-Mitsubishi*, puis *Sumitomo*, *Sanwa* et *Tokai Bank*. Mais tandis que la Poste récupère la demande de dépôts à terme, les banques nationales citées à l'instant attirent seulement les dépôts à vue (cf. Graphique 106)⁵⁸⁷. L'inversion de la tendance des dépôts postaux à partir de 2000 (Graphique 107) semble indiquer l'arrêt de la crise de confiance à l'égard des banques privées. Le brutal ajustement opéré par les ménages en 2002, quand la garantie totale sur les dépôts à terme est levée, va à l'encontre de cette interprétation. De même, ce n'est pas la réduction des rémunérations sur les dépôts postaux à cette époque qui explique

⁵⁸⁴ Les mouvements massifs de dépôts entre établissements ou catégories d'établissements ne sont pas neutres sur la création monétaire. L'exemple de la Grande Dépression montre qu'en situation de crise économique, la contraction du crédit que ces fuites provoquent dans les établissements victimes des ruées n'est pas compensée par un accroissement de l'offre de crédit de même proportion chez les banques bénéficiaires. Il y a une contraction du crédit et une destruction monétaire nettes.

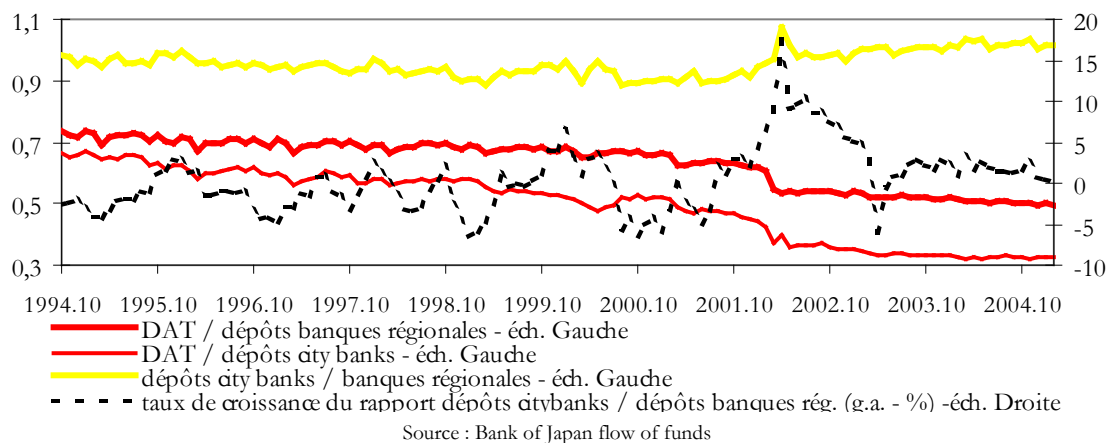
⁵⁸⁵ Ce plafond est de 10 millions de yens, ce qui correspond aux standards internationaux.

⁵⁸⁶ 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. La volatilité et la contraction des dépôts contraignent les banques à constituer d'importantes disponibilités, s'ajoutant encore à la crise de liquidité qu'elles subissent par le gonflement du *Japan premium*.

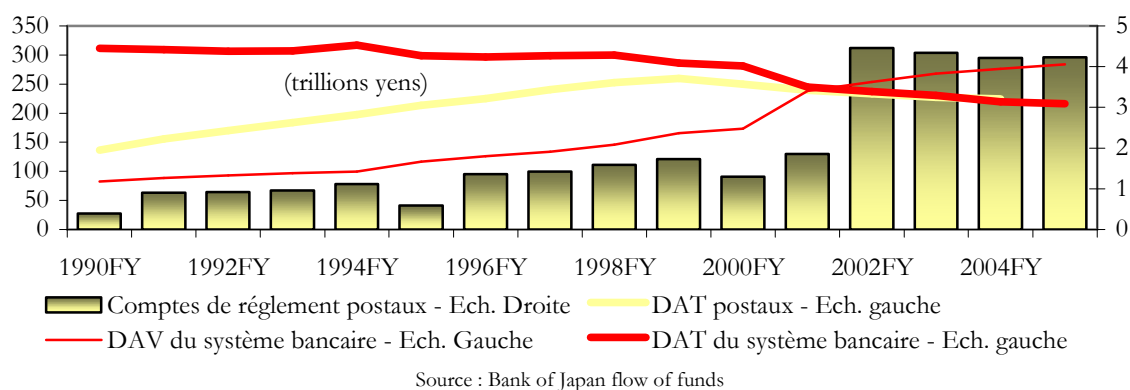
⁵⁸⁷ Les dépôts à terme dans le total des dépôts diminuent plus pour les grandes banques que pour les banques régionales précisément parce que ces dernières perdent des dépôts à vue que les premières récupèrent.

cette inflexion, puisque cette inflexion n'est compensée que par une hausse des dépôts à vue dans le total des dépôts. Elle est en fait simplement expliquée par le renforcement de la législation sur les droits de détention de produits postaux à partir de 2000, contraignant des ménages à transférer des avoirs postaux en banques parce que supérieurs aux plafonds autorisés.

Graphique 106 – Japon : évolution des dépôts des banques régionales/nationales



Graphique 107 – Japon : encours des dépôts bancaires versus comptes postaux



● Concernant la réaction des agents à la levée de la garantie totale sur les dépôts à terme, il faut peser la réaction sensible des déposants à l'aune du faible coût d'opportunité induit par la conversion de ces avoirs en dépôts à vue, compte tenu du niveau très bas des taux longs. Egalement, alors que toutes les banques régionales sont touchées, il existe une forte divergence parmi les grandes banques entre les bénéficiaires et les perdants, avec aux deux extrêmes, respectivement, *Mitsubishi Tokyo* et *Mizuho*. Ceci montre que le premier objectif de la politique bancaire, à savoir la réduction du risque systémique au sens de la non-discrimination du risque, a atteint son but pour les grands établissements, mais pas pour les banques régionales. La normalisation complète du régime d'assurance des dépôts à partir d'avril 2005 pèse fortement sur

les banques nationales fragiles et sur l'ensemble des banques régionales⁵⁸⁸. Elle est ressentie par les plus saines comme une incitation à développer la transparence. Sous une politique monétaire quantitative et de taux monétaires nuls, l'impact de la nervosité des déposants sur la création monétaire agrégée –le danger contre lequel il faut lutter à tout prix- est probablement insensible, puisque le coût d'opportunité des fuites à la création monétaire que les banques supportent est proche de zéro. Pour elles, la sanction est commerciale –la perte de clientèle-. De ce point de vue, la levée de la garantie bancaire, précoce puisque les comportements des déposants ne sont pas stabilisés, n'est pas une mauvaise décision puisqu'elle renforce la lutte contre l'aléa moral.

(iv) Indicateur n°4 : Les primes sur les dérivés de crédit

• Dans la littérature académique, les dérivés de crédit de type CDS (*Credit Default Swap*) sont utilisés comme *proxy* du risque de défaut des banques pour la première fois par Ito & Harada [2004]⁵⁸⁹. C'est la mesure la plus directe du risque de contrepartie sur une banque japonaise. Dans la mesure où ces dérivés de crédit sont des instruments de gré à gré développés depuis 1998 seulement, peu liquides, ils sont significatifs seulement pour les dérivés sur les crédits à l'Etat et aux grands établissements qui forment les méga groupes financiers à partir de 1999. Les *bid-ask spread* moyens sont affichés par les courtiers de la bourse de Tokyo tous les soirs, à partir des transactions sur ces emprunteurs pour l'essentiel. La prime de risque correspond à l'écart entre celle exigée sur les crédits aux banques sus-mentionnées et celle requise sur la dette souveraine. Sur la période 1998-2000, cet indicateur ne fournit pas de nouvelles informations sur la crise, à ceci près que les primes sur ces dérivés de crédit sont moins sensibles au mirage de la bulle internet que les actions bancaires –qui montent plus vite que l'indice général de la bourse- et que le *Japan premium* –qui disparaît-. Comme pour ce dernier indice, la baisse des primes sur les CDS après la seconde recapitalisation de mars 1999 est biaisée par l'introduction de la garantie total sur tous les passifs bancaires dans le statut de faillite introduit fin 1998 jusque 2002. C'est la raison pour laquelle au cours de la seconde grande crise bancaire de 2001-2002, la prime sur les CDS gonfle sensiblement à partir de 2001 seulement, quand la FSA confirme que la garantie totale ne sera maintenue que pour les dépôts à vue. Globalement, cet indicateur est le plus réactif et donc le plus pertinent sur la période postérieure à 2001. Ito & Harada [2004] calculent qu'il réagit huit fois plus fort que le *Japan premium* –ce qui n'est pas surprenant compte tenu de la perte de

⁵⁸⁸ En fait, la réforme d'avril 2005 ne normalise pas complètement le régime d'assurance des dépôts puisque le gouvernement a créé un régime de garantie totale pour les comptes de règlement, qui sont non rémunérés, à la différence des dépôts à vue. La pression exercée sur les banques est visible, puisque ces comptes ont connu une explosion de leurs encours. Le Graphique 107 donne ceux des comptes de règlement postaux à titre indicatif.

⁵⁸⁹ Des trois instruments qui font le gros du marché des dérivés de crédit –*total return swaps*, *credit linked notes* et *credit default swap*-, le dernier est le plus échangé. Il s'agit d'un contrat d'assurance contre le risque de défaut sur un crédit. Ces dérivés permettent à la banque qui a émis le crédit de céder son risque à une autre banque sans céder l'actif.

significativité de ce dernier— et que son évaluation du risque de crédit est peu sensible aux fluctuations boursières à la hausse, qui gonflent les fonds propres bancaires. Sur la période postérieure à 2003, la baisse des primes de risque est très nette et indique une amélioration globale de la solvabilité des grandes banques. Les études de corrélation des deux économistes indiquent enfin un résultat intéressant : la volatilité et le niveau des actions bancaires sont beaucoup plus corrélés à ceux des CDS. L'événement de la faillite compte ainsi davantage dans la valorisation des cours boursiers des banques : si la probabilité de défaut baisse en moyenne, le risque de sanction des actionnaires a, lui, augmenté⁵⁹⁰. En un mot, la sanction de la faillite semble avoir retrouvé un peu de son sens (cf. chap. IV – 2.5.). Ainsi, on observe dans cet indicateur, comme dans celui des cours boursiers et des mouvements de dépôts, une différenciation de plus en plus nette par les marchés entre les situations respectives des grands établissements, aux deux extrêmes, *Tokyo Mitsubishi Financial Group*, le plus solide et *Mizuho*, le plus fragile.

- En conclusion, le biais d'interprétation produit par l'environnement prudentiel sur les indicateurs de fragilité est assez bien résumé par le degré de corrélation entre les notes sur la solidité des établissements et celles sur leurs émissions de dette⁵⁹¹. De mouvements généraux et brutaux de dégradation des notations –1997/98 et 2001/02–, les agences différencient de plus en plus les établissements entre eux. L'évolution parallèle en 1997-98, marque la reconnaissance du caractère général de la crise en même temps que le flou sur les modalités de traitement des défauts –période de tâtonnement institutionnel–. Les filets de sécurité installés ensuite et en parallèle, les pratiques de sauvetage mal conditionné créent un écart entre des notations de la solvabilité très dégradées et des notations de dette plus favorables. Cette divergence s'estompe après la seconde crise, mais reste sensible, exprimant à la fois une amélioration globale de la situation, mais aux fondements fragiles et avec des états plus différenciés. Bref, en 2005, la crise, tenue pour les établissements régionaux, semble 'latente' pour les plus grands. L'inquiétude demeure. Pour eux, en tout cas, le traitement d'un éventuel défaut ne passe plus par des mesures générales bénéficiant à l'ensemble des banques mais par un traitement et des sanctions individuelles plus rigoureux, car plus conformes aux principes d'équité qui fondent les marchés concurrentiels.

Il n'est pas certain du tout que cette 'normalisation' anticipée des faillites bancaires soit si bien ancrée dans les mentalités des actionnaires et dirigeants des banques. Ces deux derniers ont

⁵⁹⁰ A l'appui de cette interprétation, on relève que depuis la réforme des procédures de faillites bancaires de 2001, les actionnaires et dirigeants bancaires sont traités plus sévèrement. La faillite de *Ashikaga Bank* en novembre 2003 et l'injection de fonds publics dans le groupe *Resona* sont à cet égard significatifs (cf. Encadré 19 et Chap. IV – 5.). Cette sanction est renforcée par le *Strengthening Financial Functions Act* de septembre 2004, qui inclut un nouveau mécanisme d'injection de fonds publics et de fusions assistées pour les banques.

⁵⁹¹ Les deux annexes suivantes fournissent l'évolution de la notation des grands établissements et la notation d'avril 2005 de toutes les banques japonaises.

toujours été protégés par l'Etat, dans les injections de fonds publics et dans les procédures de faillite. Malgré l'existence d'une panoplie complète d'évaluation des bilans et de gestion des défauts bancaires, la dernière grande banque à tomber, le méga groupe *Resona*, en 2003, ne fait pas exception⁵⁹² : pas d'éviction des actionnaires, pas de réduction de capital, les dettes subordonnées protégées et une supervision molle de la restructuration et des nouveaux dirigeants. Surtout, le groupe *Resona* a pu bénéficier d'injections de fonds publics alors qu'il était fortement insolvable. Dans ces conditions, l'indicateur boursier ne reflète pas une image exacte de l'évaluation des banques par les marchés, mais les tensions persistantes que l'on retrouve dans chacun des indicateurs observés. Ils reflètent l'ambiguïté de la norme de solvabilité bancaire et par conséquent, les incertitudes qui entourent toute la stratégie de sortie de crise.

⁵⁹² On peut dresser la même conclusion pour le traitement des actionnaires dans le cas d'*Ashikaga bank*, dernière institution régionale de taille moyenne à tomber, en novembre 2003.

Annexe au chapitre IV n°17 – Notation des grandes banques japonaises

		Mizuho			BoTM	UFJ	SMFG
		DKB	IBJ	Fuji		Sanwa	Sumitomo
21/09/1994	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>			AA F1+ B/C			
19/10/1995	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		AA- F1+ C				
27/11/1995	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>			AA- F1+ C			
22/03/1996	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>				AA F1+ C		
27/06/1996	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	AA F1+ C				AA F1+ C	AA F1+ C
27/10/1997	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	AA- F1+ C			AA- F1+ B/C	AA- F1+ C	AA- F1+ C
13/11/1997	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A+ F1+ C/D	A+ F1 D			
02/12/1997	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A+ F1+ C				A+ F1 C	A+ F1 C
20/05/1998	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A F1+ C/D	A F1 C/D	A F1 D	A+ F1 C	A F1 C/D	A F1 C/D
10/02/1999	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A F1+ D	A- F1 D		A F1 C/D	A F1 D	
20/04/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A F1 D				
16/06/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>					A F1 D	
05/07/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>					A F1 D	
27/09/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A F1+ D	A F1 D/E	A F1 D	A F1 C/D	A F1 D	

		Mizuho			BoTM	UFJ	SMFG
		DKB	IBJ	Fuji		Sanwa	Sumitomo
10/11/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>					A F1	
14/11/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>				A F1 C/D		
01/12/2000	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>				A+		
14/03/2001	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	Surv. D	Surv. D	Surv. D	Surv. C/D	Surv. D	
30/03/2001	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>				A+ F1 C/D	A F1 D	
06/08/2001	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A D/E	A D/E	A D/E	A+ D	A D/E	A D
18/09/2001	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A F1 D/E	A F1 D/E	A D/E			
26/11/2001	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>	A- F2 D/E	A- F2 D/E	A- F2 D/E	A F1 D	A- F2 D/E	
20/09/2002	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>				A- F1 D		A- F1 D
10/05/2003	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A- F1 D-				
17/09/2004	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A- F1 D-		A- F1 D-		
03/12/2004	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>					A- F1 D/E	
28/02/2005	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>						A- F1
29/11/2005	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A- F1 D+			A- F1 D+	
06/03/2006	<i>LT</i> <i>CT (< 12 mois)</i> <i>solidité fin.</i>		A F1 D+		A- F1		A- F1

NB : les zones sombres correspondent à des notes dégradées, les zones éclairées à des notes relevées.
Sources : Ito & Harada [2004] pour les années 1994-2001, Fitch-Rating pour les années suivantes

NOTATION DES GRANDES BANQUES PAR STANDARD & POORS EN MARS 2005

(normalisation du régime d'assurance des dépôts)

Grandes banques & ex-grandes banques		Banques régionales	
Aozora Bank	BBB/Stable/A-2	77 Bank.	A-/Stable/--
BoTM	A-/Positive/A-1	Ashikaga Bank	BB+/Positive/NR
Chuo Mitsui T&B	BBB/Positive/A-2	Bank of Fukuoka	A-/Stable/--
Mizuho Bank	A-/Positive/A-1	Bank of Kyoto	A-/Stable/--
Resona Bank	BBB/Stable/A-2	Bank of Yokohama	A-/Positive/--
Shinsei Bank	BBB+/Stable/A-2	Chiba Bank	A-/Stable/A-2
Shizuoka Bank	A+/Stable/A-1	Chugoku Bank	A-/Stable/--
Sumitomo Mitsui Banking Corp.	A-/Positive/A-1	Cititrust & Banking Corp.	AA-/Stable/--
UFJ Bank	A-/Positive/A-1	Daishi Bank	BBB/Positive/--
		Deutsche Trust Bank	AA-/Negative/A-1+
Caisses centrales du réseau mutualiste		Gunma Bank	BBB+/Positive/A-2
Shinkin Central Bank	A+/Stable/A-1+	Hachijuni Bank	BBB+/Positive/--
Norinchukin Bank	A+/Stable/A-1	Higo Bank	A/Stable/A-1
		Hiroshima Bank	BBB/Positive/--
		Hokuriku Bank	BBB-/Stable/NR
		Hyakugo Bank	A-/Stable/A-2
		IY Bank Co.	A+/Stable/A-1
		Iyo Bank	BBB+/Positive/--
		Joyo Bank	A-/Stable/A-2
		Juroku Bank	BBB+/Stable/--
		Kagoshima Bank	A/Stable/A-1
		Keiyo Bank	BBB/Stable/A-2
		Master Trust Bank of Jp	A-/Stable/A-2
		Nanto Bank	BBB+/Stable/--
		NikkoCiti Trust&Banking	A+/Stable/A-1
		ORIX Trust&Banking	BBB+/Stable/--
		ShinGinko Tokyo	A/Stable/A-1
		Sony Bank Inc.	A-/Negative/A-2
		Toho Bank	BBB+/Positive/A-2
		Yamaguchi Bank	BBB+/Watch Neg/--

Source : Standard & Poors

Annexe au chapitre IV n°18 – La sortie des actions des banques japonaises

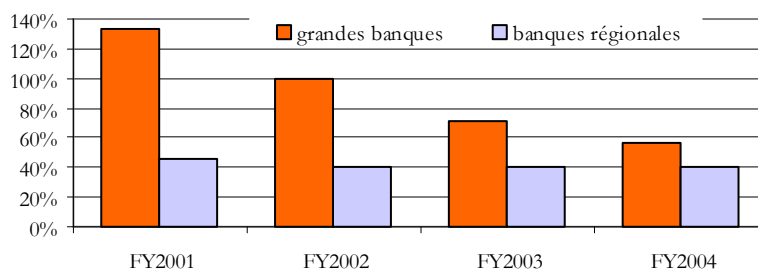
● La réflexion sur l'interdiction aux banques de détenir d'importants stocks d'actions est sérieusement engagée après la crise bancaire de 1997-98. Jusque cette époque, les plus-values latentes qu'elles détiennent leur permettent de financer le provisionnement des pertes sur leurs opérations de crédit. Elles jouent donc le rôle d'amortisseur en limitant l'impact sur les ratios de solvabilité et donc sur l'offre de crédit. A partir de la crise bancaire de 1998, ces plus-values

latentes disparaissent, de sorte que la baisse des cours boursiers détériore directement les ratios de solvabilité. L'indice NIKKEI devient alors un véritable proxy de la probabilité de défaut des banques : sa chute intensifie le *capital crunch*, lequel justifie en retour une nouvelle chute des cours. Ce cercle vicieux est le même que celui apparu aux Etats-Unis au cours de la Grande Dépression : les pertes boursières des filiales des grandes banques du Nord-Est ont déclenché une contraction de l'offre de crédit de ces établissements et provoqué un repli des financements interbancaires proposés aux banques régionales, propageant très rapidement la crise du crédit dans tout le pays.

C'est parce que la détention d'actions par les banques rend l'offre de crédit extrêmement sensible à la conjoncture boursière que les autorités japonaises, comme le Sénat aux Etats-Unis, décident de légiférer sur la détention de portefeuilles d'actions par les banques. Pour ces dernières, c'est l'*Emergency Banking Act* de mars 1933, qui interdit aux banques de détenir directement ou indirectement des titres en actions et impose la stricte séparation des activités de banque commerciale et d'investissement. Cette séparation, désignée comme le *Glass-Steagall Act*, du nom de l'instigateur de l'article, est maintenue dans ses grandes lignes aux Etats-Unis jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix. Quand la bulle internet éclate, en 2000, ce pare-feu contribue à expliquer pourquoi le crédit demeure remarquablement stable et ce faisant, limite la propagation du choc boursier à tous les secteurs de l'économie. Paradoxalement, cette législation est démantelée alors qu'elle vient de faire ses preuves⁵⁹³. Au Japon, la FSA propose au Gouvernement, un *Emergency Banking Act* en avril 2001, incluant, avec à un plan d'assainissement bancaire, un ersatz du *Steagall Act*, puisqu'il s'agit de plafonner la valeur des portefeuilles d'action à 100% du Tier 1. Cette règle votée, en septembre 2001 doit s'appliquer intégralement à compter de septembre 2004, avec une marge de tolérance de deux années supplémentaires.

⁵⁹³ Le *Financial Services Modernization Act* voté en novembre 1999 annule tous les pare-feux prévus par un *Glass-Steagall Act* déjà largement rongé par les changements légaux intervenus dans les vingt dernières années.

Graphique 108 – Japon : portefeuille d’actions en % du Tier 1 des banques japonaises



Source : Bank of Japan [2004]

● Le problème est la phase de transition : les participations croisées sont supérieures aux plafonds requis et le montant des portefeuilles d’actions atteint 140% du Tier 1 en moyenne fin FY2001, 160% fin FY2002 et en début FY2004 pour les grandes banques⁵⁹⁴. Le premier indicateur a baissé sensiblement en 2003. Le second baisse en FY2003, mais cette baisse est compensée par une revalorisation des actions due à la reprise boursière ! Les banques détiennent en direct entre 11 et 15% des actions cotées à la bourse de Tokyo⁵⁹⁵. Vu la fragilité des marchés, les cessions de titres risquent d’exercer un effet boomerang sur leur rentabilité en déstabilisant les cours.

La nouvelle législation prévoit donc la création d’un organisme de conservation, dont l’objectif est de racheter et conserver provisoirement ces portefeuilles de participations afin de lisser la pression des cessions bancaires sur le marché boursier (*Bank’s Shareholdings Purchase Corp - BSPC*⁵⁹⁶). Ce fonds est entré en fonction en janvier 2002, et poursuit ses opérations de rachat jusqu’en 2006. Après cette date, les participations croisées sont progressivement restituées ou liquidées sur le marché jusqu’en FY2019, date de sa fermeture. Le fonds acquiert une capacité d’endettement garantie par la signature de l’Etat plafonnée à 2 trillions de yens. Dans le même temps, la Banque du Japon a décidé de procéder à des achats d’actions qui lui seraient présentées par les banques à son guichet de l’escompte, aux conditions du marché. Ces achats devaient initialement être plafonnés à 2 trillions de yens et cesser fin septembre 2003, portant à 4 trillions la capacité d’absorption des cessions bancaires. Cette ‘initiative’ de la Banque du Japon est en fait une requête de l’Etat, qui craint que le BSPC atteigne rapidement le plein de ses capacités d’achat

Au 10 septembre 2003, la Banque du Japon avait acheté pour 1,78 trillions de yens d’actions aux banques, remplissant quasiment ses capacités, alors que le BSPC seulement 218 milliards. Ces montants sont à mettre en parallèle aux 8,3 trillions de yens d’actions que les grandes banques

⁵⁹⁴ Le plafonnement de la taille agréée du portefeuille d’actions ne pose véritablement problème qu’aux grandes banques. Ceux des banques régionales et les *shinkin banks* sont déjà mi-2002 respectivement de 50% et 12% de leur Tier 1 en moyenne (Bank of Japan Quarterly Bulletin, august 2002, p.21).

⁵⁹⁵ Tokyo Stock Exchange *Annual Report 2003* - p.7.

⁵⁹⁶ Les statuts sont disponibles sur le site de la FSA : www.fsa.go.jp/news/newse/e200010626-1.html.

doivent à elles seules céder pour se conformer à la réglementation -sur un portefeuille alors estimé à 33 trillions-. Le faible succès du BSPC a trois raisons :

- (i) Les cessions à ce fonds impliquent pour les banques des appels de marge pour financer son exploitation et les risques de pertes et à la différence du programme de la banque centrale, qui fonctionne sur le principe de la vente sec, le BSPC prévoit qu'en cas de pertes à terme, les fonds apportés par les banques seront absorbés ;
- (ii) Les cessions par banque et par émetteur d'action sont plafonnées, le premier par un encours nominal et le second, par un multiple des transactions mensuelles sur le cours boursier, ce qui réduit les capacités de cessions pendant les périodes de remontée des cours.
- (iii) La stagnation des cours boursiers empêche ces organismes de céder même très partiellement en *open-market* les actifs acquis. Les autorités réagissent en réformant les statuts de l'organisme public –suppression des plafonnements notamment. La banque centrale décide également de prolonger d'un an l'expérience (fin septembre 2004) et de relever le plafond des achats totaux à 3 trillions de yens, et par banque de 500 à 750 milliards de yens.

Le programme d'achat de la Banque du Japon est clôturé le 30 septembre 2004, comme prévu initialement. A cette date, la banque centrale détient un portefeuille de 2,02 trillions de yens, qu'elle commencera à liquider après octobre 2007 et jusqu'au plus tard mars 2017⁵⁹⁷. Le BSPC dispose d'un portefeuille de montant comparable en septembre 2004, à la faveur de sa réforme de 2003 mais aussi, grâce à l'embellie boursière, qui contraint les banques à des cessions. Les portefeuilles des grandes banques sont alors nettement sous les 100% du Tier 1.

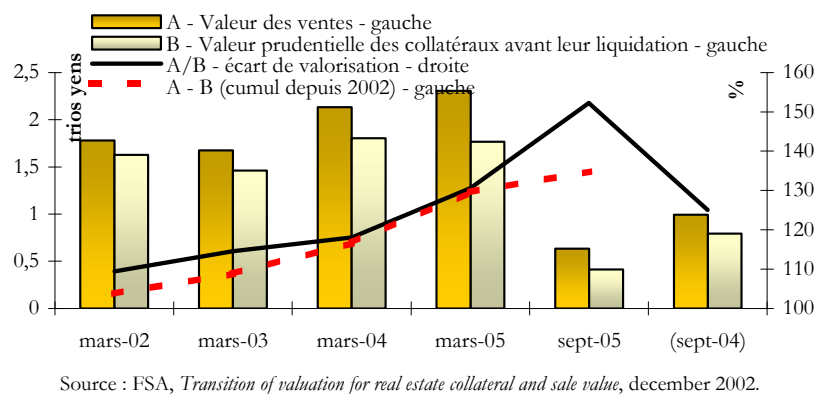
• Quant à la nature de ces interventions publiques, de la Banque du Japon comme du BSPC, les critiques, notamment du très libéral IIE, ont d'abord agité le drapeau de l'hydre hyper-inflationniste, puisque les achats de la banque du Japon sont financés par création monétaire⁵⁹⁸. Invoquer le risque inflationniste a quelque chose d'obscène dans une économie en déflation persistante : c'est un discours monétariste doctrinal qui met de côté le fait qu'entre la liquidité centrale et le crédit, il y a la préférence pour la liquidité des agents privés prêteurs et emprunteurs, ainsi que la discipline imposée par la politique prudentielle. Quant au risque moral, en facilitant leurs cessions d'actions, l'Etat soutient bel et bien le marché boursier et participe *de facto* et

⁵⁹⁷ Bank of Japan Brief News, *Winding up of the stock purchasing program*, September 30th 2004.

⁵⁹⁸ La Banque du Japon a engagé ce programme après acceptation du Gouvernement de financer les pertes éventuelles à venir accumulées par la Banque, puisque ses statuts lui interdisent de créer de la monnaie avec de telles contreparties. Pour réduire l'impact sur le budget de l'Etat, la banque centrale est libre de comptabiliser ses avoirs en actions comme elle l'entend, et s'est donnée un délai de dix ans pour liquider le portefeuille d'actions accumulé. Dans les faits, donc, la création monétaire peut temporairement financer ces achats d'actions, mais elle doit être nulle à terme, les pertes éventuelles enregistrées étant assumées directement par le contribuable.

inconditionnellement à la recapitalisation bancaire. Mais ces mesures exceptionnelles interviennent dans une période de resserrement du cadre prudentiel, avec le vote de l'*Emergency Banking Act* de 2000. Le contexte prudentiel nouveau rend donc crédibles à la fois la date limite d'entrée en application du plafond d'encours d'actions (entre septembre 2004 et septembre 2006) et l'échéance fixée pour la liquidation des fonds de rachat d'actions.

Annexe au chapitre IV n°19 – Valeur des collatéraux immobiliers liquidés attachés aux prêts non-performants : écart à leur valeur prudentielle (banques par action)



Annexe au chapitre IV n°20 – La valeur économique du crédit et la méthode DCF

● Intuitivement, la valeur économique d'un crédit diminue quand les revenus actualisés anticipés diminuent ou quand les pertes actualisées anticipées augmentent. C'est ce que décrit l'équation (1) où B, la valeur faciale est définie par la somme des revenus 'G' déduite des pertes 'L', et actualisée au taux sans risque 'r' sur la durée du prêt de 'n' périodes, supposée infinie par simplification :

$$B = \sum_{t=1}^n \frac{G - L}{(1 + r)^t} = \frac{G - L}{r} \quad (1)$$

Si la valeur économique du crédit diminue suite à une réduction de la prime de risque chargée (baisse de G à G^*) et une augmentation de la probabilité de défaut (L croît à L^*), on obtient, à travers l'équation (2), une relation entre la valeur économique et la valeur faciale d'un crédit⁵⁹⁹ :

$$B > \frac{G^* - L^*}{r} \Leftrightarrow L^* > G^* - rB \quad (2)$$

$$F = B - \frac{G^* - L^*}{r} \rightarrow F = \frac{L^* - (G^* - rB)}{r} \quad (3)$$

La différence entre les deux valeurs, appelée F dans l'équation (3) est la perte anticipée, c'est-à-dire la portion non-performante du crédit. Le terme de droite décrit le prêt non-performant comme un surcroît de perte anticipée –les provisions complémentaires, ou encore le coût du crédit *ex-post*- qui n'est pas compensé par une adaptation correcte des revenus futurs ($G^* - rB$).

$$K = \frac{(G - rB) - L}{r} \quad (4)$$

- K est la valorisation du crédit dans l'actif bancaire, son changement impliquant donc un changement dans la valorisation du capital de la banque. Il peut être décrit comme la différence entre la valeur faciale d'un crédit et le coût du crédit *ex-post* anticipé (équation (4)). Le signe de K est contraire à celui de F mais le principe est exactement le même : tant que les revenus nets (principal et intérêts) sont supérieurs au coût du crédit, le capital de la banque s'accroît. A travers ce modèle simplifié, on voit que la sous-facturation du crédit implique nécessairement la sous-capitalisation de la banque émettrice. Retenons donc ceci, qui est important pour le cas du Japon, qu'une valorisation des pertes sur les crédits appuyée sur leur valeur économique implique une valorisation de l'actif bancaire et donc de la solvabilité des banques, selon des principes de marché. Il s'ensuit que dans un environnement prudentiel relâché où, par définition, le coût en capital est sous-évalué, cette évaluation des pertes améliore la qualité des provisionnements mais pas nécessairement celle de la facturation du crédit *ex-ante*.

- Le prix au temps ' t ' P_t d'un crédit sans risque et dont les cash-flows futurs C_i auxquels il donne droit à chaque période ' i ' sont certains s'exprime dans l'équation (5), où $R_t^F(i)$ et le taux d'intérêt sans risque affiché par le marché en t sur l'échéance de n périodes et appliqué aux pertes F .

$$P_t = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{[1 + R_t^F(i)]^i} \quad (5)$$

⁵⁹⁹ Relevons, pour le cas du Japon, que même si G et L ne changent pas, une mauvaise facturation initiale du crédit conduit au même résultat. C'est une évidence, mais qui mérite d'être relevée : jusque 2002, les normes IAS 39 ne prenaient pas en compte ce problème. Elles le font depuis, de sorte qu'une sous-facturation du risque au regard des prédictions des modèles internes impose un surcroît de provisions par rapport aux exigences du régime général.

Si on introduit maintenant une fonction de répartition des probabilités de défaut $D_t(i)$, exprimant le cumul des risques de défaut au temps de la période initiale du crédit à la période i , qu'on y associe une fonction de pertes au moment du défaut, où $\rho_t(i)$ exprime le montant du crédit récupérable, et en face de ces deux dimensions du risque de crédit, la prime de risque exigée par le marché $\xi_t(i)$, on peut réécrire le prix théorique du crédit comme l'exprime l'équation (6) :

$$P_t = \sum_{i=1}^n \frac{[D_t(i) - D_t(i-1)]\rho_t(i) + [1 - D_t(i)]C_i}{[1 + R_t^F(i) + \xi_t(i)]^i} = \sum_{i=1}^n \frac{[1 - \pi_t(i)]^i C_i}{[1 + R_t^F(i) + \xi_t(i)]^i} \quad (6)$$

L'écriture simplifiée (terme de droite) permet de faire ressortir le coût du crédit théorique $\pi_t(i)$ à chaque période conforme à la valorisation des pertes sur le principe de la valeur économique du crédit⁶⁰⁰. On a ici une expression qui permet de calculer la valeur actualisée du prêt à n'importe quel moment de sa vie. Ce modèle correspond à ce qu'on appelle le modèle ramifié binaire (*binary tree model*) qui sert à expliquer la méthodologie DCF, dont la JICPA (cf. note de bas de page 355).

⁶⁰⁰ ...satisfaisant la condition : $[D_t(i) - D_t(i-1)]\rho_t(i) + [1 - D_t(i)]C_i = [1 - \pi_t(i)]^i C_i$: l'évolution de la perte probable sur une période (probabilité de défaut par volume de perte impliqué), additionnée au cash-flow anticipé sur la base du seul risque de défaillance, doit être égal au *cash flow* anticipé déduit des provisionnements de la période.

Annexe au chapitre IV n°21 – Les programmes de recapitalisations bancaires au Japon

Tableau 21 – Japon : détail des injections		Date	Actions ord. (mds)	Actions préf. (mds)	Dividende min (%)	Cours de restitution (yens)	Délais de remboursement	Délais avant la possibilité de conversion	% votes eff. & potentiel	dette (mds)	Support	Taux chargé : LIBOR + % (b)	Proc.
MITSUI TRUST HD	Mitsui T&B	03/1998 03/1999	109	250.3	1.25	116	04/2008	07/1999	59.85	100 150	OSI préf PS 10 ans	+1.45/2.95 +1.5/2.0 04/2004	FFSL ESL
	Chuo T&B	03/1998 03/1999	72	32 150	2.5 0.90	552	04/2008	07/1999	54.10	28	PSI préf.	+2.45/3.95	FFSL ESL
UFJ	Toyo T&B	03/1998 03/1999	100	200	1.15	324	04/2006	07/1999	43.97	50	OSI préf.	+1.1/2.6	FFSL ESL
	Tokai	03/1998 03/1999 -	100	300 300	0.93 0.97	558 558	04/2009 Idem	07/2002 07/2003	20.95	100	OSI préf.	+0.9/2.4	FFSL ESL -
	Sanwa	03/1988 03/1999	180	600	0.53	Non décidé	04/2004	07/2001	14.86	100 100	OS 10 ans OSI Préf.	+0.55/1.25 +0.3/1.3 10/2004	FFSL ESL
MITSUI SUMITOMO FG	Sumitomo	03/1998 03/1999 -	340	201 300	0.35 0.95	1421	04/2005 Idem	05/2002 08/2005		100	OSI préf.	+0.9/2.4	FFSL ESL -
	Sakura	03/1998 03/1999	345	800	1.37	1/10/2001	04/2009	10/2002	37.76	100	OSI préf.	+1.2/2.7	FFSL ESL
RESONA	Daiwa	03/1998 03/1999	52	408	1.06	193	04/2011	06/1999	56.71	100	PSI préf.	+2.7/2.7	FFSL ESL
	Asahi	03/1998 03/1999 -	145	300 100	1.15 1.48	514 514	04/2006 04/2008 Idem	07/2002	19.10	100 100	PSI préf. PSI préf.	+1.0/2.50 +1/2.5 04/1999	FFSL ESL -
	Kinki Osaka	03/2002		60	1.36			01/2002					ESL
	Resona	06/2003 - - -	296.4	550 563.6 550	- L+0.5 L+0.5 L+0.5		- 07/2006 07/2008 07/2010						DIC - - -
	BoTM	03/1998							70,1%	100	OSI préf	+0.9/2.4	FFSL

		Date	Actions ord. (mds)	Actions préf. (mds)	Dividende min (%)	Cours de restitution (yens)	Délais de remboursement	Délais avant la possibilité de conversion	% votes eff. & potentiel	dette (mds)	Support	Taux chargé :	Proc.
MTFG	Mitsubishi T&B	03/1998								50	OSI préf.	+1.1	FFSL
		03/1999		200	0.81	954	04/2004	07/2003	13.87	100	OSI préf.	+1.7/2.2 04/2004	ESL
MIZUHO	DKB	03/1998		99	0.75								FFSL
		03/1999		200	0.41	1.025xcours de 08/2004	04/2007	08/2004		100	PSI préf	+0.7/1.3 04/2004	ESL
		-		200	0.70	1.025xcours de 08/2005	Idem	08/2005		100	PSI préf	+0.7/1.3 04/2005	-
		-		300	2.38	n.c.	Idem	Non convert.	7.67				
	Fuji	03/1998	217	250	0.40	1.025xcours de 10/2004	04/2005	10/2004		100	OSI préf.	+1.1/2.6	FFSL
		03/1999		250	0.55	1.025xcours de 10/2005	04/2007	10/2006		200	OSI préf	+0.6/1.4 04/2004	ESL
		-		300	2.10	n.c.	Idem	Non convertible	10.75				
	IBJ	03/1988	318	175	1.40	1.025xcours 09/2004	04/2004	09/2003		100	OS 10 ans	+0.55/1.25	FFSL
		03/1999		175	0.43	1.025xcours 09/2004	Idem	07/2003	8.49	250	OSI préf	+1/1.5 04/2004	ESL
		Yasuda T&B	03/1998								150	OSI préf.	+2.45/3.95
Sumitomo T&B Group	Sumitomo T&B	03/1998	173	100	0.76%	350	04/2004	- 04/2001	16.74	100	OSI préf.	+1.1/2.6	FFSL
		03/1999								100	OS 12 ans	+1.5/2.1 04/2006	ESL
SHINSEI	LTCB	03/1998		130	1.0					46.6	PSI préf.	+2.45/3.95	FFSL
	Shinsei	10/1998d		204	1.21	08/2005		08/2005					FFSL
AOZOEI	NCB	12/1998c		60	1.0								FFSL
	Aozora	10/2000		260	1.24	10/2005		10/2005					ESL
/	Bk Yokohama	03/1998								20	OSI préf.	+1.1/2.6	FFSL
		03/1999		70	1.13			08/2001		50	OSI préf.	+1.7/2.1 04/2004	ESL
		-		30	1.89			08/2004		50	OS 122 m.	+1.1/1.6 04/2004	-
HOKUHOKU FG	Hokuriku Bank	03/1998								20	OSI préf.	+2.45/3.95	FFSL
		09/1999		75	1.54			03/2001					ESL

		Date	Actions ord. (mds)	Actions préf. (mds)	Dividende min (%)	Cours de restitution (yens)	Délais de remboursement	Délais avant la possibilité de conversion	% votes eff. & potentiel	dette (mds)	Support	Taux chargé :	Proc.
	Hokkaido Bank	03/2000		45(e)	1.16			08/2001					ESL
ASHIGIN FG	Ashikaga	03/1998								30	PSI préf.	+2.95/4.45	FFSL
		09/1999		75	0.94			10/2000					ESL
		11/1999		30	0.94			11/2000					-
/	Bk of Ryukyus	09/1999		40(e)	1.50			01/2001					ESL
MOMIJI HD	Hiroshima-SogoBank	09/1999		20	1.41			10/2004		20	OSI Préf.	+2.8/4.1 10/2004	ESL
/	Kumamoto Family Bank	02/2000		30	1.33			09/2002					ESL
/	Chiba-Kogyo bk	09/2000		60	1.29			10/2002					ESL
/	Yachiyo Bank	09/2000		35(e)	1.13			10/2002					ESL
/	KansaiSawayaka	03/2001		8	1.08			08/2002		4	OS 10 ans	+1.9/2.4 04/2006	ESL
/	Higashi-Nippon	03/2001		20	1.10			04/2003					ESL
/	Gifu Bank	04/2001		12	1.21			03/2002					ESL
NISHI-NIPPON CITY B.	Fukuoka City	01/2002		70(e)	1.20			02/2007					ESL
WAKAYAMA HD(f)	Wakayama Bank	01/2002		12(e)	1.34			05/2003					ESL
KYUSHU SHINWA HD	Kyushu Bank	03/2002		30(e)	1.25			03/2006					ESL
	Kanto Tsukuba	09/2003								6	OS 10 ans	+4(a)/5 10/2008	FRPL

Source : Financial Services Agency ; Notes : en gras et italique : augmentation de capital souscrite par des investisseurs privés et non par le DIC ; (a) renégociable sous condition d'avancement du plan ; (b) pour les injections de 1998 dans le cadre de la FFSL, quand il y a deux taux appliqués, le premier concerne les 5 premières années et le second celles au-delà de cette échéance ; (c) actions rachetées par le DIC dans le cadre de la nationalisation : réduction de 60% des ADP détenues par le DIC en octobre 2000 et dividende minimum réduit de 3 à 1% ; (d) actions rachetées par le DIC dans le cadre de la nationalisation : réduction de 25,4% des ADP détenues par le DIC en mars 2000 ; (e) les ADP de ces banques étaient initialement des dettes subordonnées, converties le 29 septembre 2000 pour *Bank of the Ryukyus* et *Hokkaido Bank*, le 28 février 2001 pour *Yachiyo Bank* et le 30 septembre 2002 pour *Fukuoka City Bank*, *Wakayama Bank* et *Kyushu Shinwa HD* ; (f) *Wakayama Bank* fusionne en janvier 2006 avec une autre banque régionale de la préfecture de *Wakayama*, *Kiyo Bank*, cinq fois plus grande en terme de dépôts, pour former une holding bancaire (NIKKEI Net, *Kyo, Wakayama banks to merge under holding firm*, 10 mars 2005).

Abréviations pour les supports de dette : PS / OS : prêt / obligation subordonnée à durée déterminée ; PSI / OSI : prêt / obligation subordonnée à durée indéterminée

Abréviations pour les procédures d'injection utilisées : FRPL : *Financial Reorganization Promotion Law*. (injections post FY2001)

DIC: (DIC Law) procédure prévue par le statut du DIC sur le compte '*Financial Crisis Management*'. (injections post FY2001)

FFSL : *Financial Function Stabilization Law* (injections de mars 1998)

ESL : *Early Strengthening Law* (injections de mars 1999 à mars 2002)

Tableau 22 – Japon : tableau des remboursements des fonds publics

Banque	Type de dette	Remboursement (% montant total) (a)	Date	Condition de l'opération
FFSL FY98				
MTFG	Dettes	100%	2000	Anticipé
Sumitomo T&B	Dettes	100%	2003/03	Prévu
MSFG	Dettes	100%	2003/03	Prévu
Mizuho FG	Dettes	100%	2003-2004	Prévu et retard
	ADP	100% (book -40%)	2004/08	Rachat
Mitsui Trust HD	Dettes	21,9%	2003/04	Prévu
	ADP	79,1% = 100 0%	2005/04	Anticipé
UFJ HD	Dettes	40%	2003/04	Prévu
		40% = 80%	2006/04	Prévu
Resona	Dettes	50%	2005/09	Prévu
		50% = 100%	2005/10	Prévu
Hokuhoku Bank	OSI	50%	2005/09	Prévu
		50% = 100%	2006/04	Prévu
Shinsei (LTCB)	Dettes	100%	2000	Cadre de faillite
	ADP	faillite		
Aozora (NCB)	ADP	Faillite	-	-
Bank of Yokohama	OSI	100%	2003/05	Prévu
Ashigin FG	OSI	100%	2004/03	Prévu
Remboursements ttx	/	1593.6 sur 1815.6 soit 87.8%	2006/04	
ESL FY99-01				
MTFG	Dettes	50%	2000/12	Anticipé
	ADP	66% (book + 10%)	2005/09	Anticipé
		33% = 100%	2006/02	Anticipé : vente à 1/3 par DIC
Sumitomo T&B	Dettes	100%	2004/01	Anticipé
	ADP	100% (book + 38%)	2004/01	Anticipé : vente à 1/3 par DIC
MSFG	ADP	15% (book + 28%)	2004/11	Anticipé : 1/3 vendu par DIC
Mizuho FG	Dettes	31%	2004/04	Prévu
		25%	2004/10	Prévu
		46% = 100%	2005/04	Anticipé
	ADP	09,5% (book + 04%)	2004/09	Rachat anticipé
		08,1% (book + 40%)	2005/03	Rachat anticipé
		33,3% (book + 13%)	2005/08	Rachat anticipé
Mitsui Trust HD		13,5% (book)	2005/10	Rachat obligatoire
	Dettes	06,7%	2004/04	Prévu
		26,6%	2004/10	Prévu
	ADP	66,6% = 100% 0%	2005/04	Prévu
UFJ HD	Dettes	100%	2005/09	Anticipé
	ADP	23,1% (book + 08%)	2005/09	Anticipé
		10,1% (book + 11%)	2005/12	Anticipé
		04,2% (book + 34%)	2005/12	Anticipé
		23,1% (book + 11%)	2006/03	Anticipé
		07,4% (book + 220%)	2006/03	Anticipé
Resona	Dettes	0%	-	-
	ADP	0%		

Banque	Type de dette	Remboursement (% montant total) (a)	Date	Condition de l'opération
ESL FY99-01				
Bank of Yokohama	Dettes ADP	100% 100% (book +16%)	2004/04&05 2004/07	Prévu Rachat anticipé
Kansai-Sawayaka Bk	Dettes ADP	100% 100% (book +25%)	2004/01 2003/10	Anticipé Rachat anticipé
Autres banques régionales	Dettes ADP	100% 20 (book) 12 (book +04%) 20 (book +47%) 35 (book +14%)	2005/09 2005/12 2005/12 2006/03	Anticipé Anticipé Anticipé Anticipé
Remboursements ttx	/	4151 sur 8605.3 soit 48.2%	2006/04	
FRPL FY2002-04				
Kanto Tsukuba Bk	Dettes	0%		
Remboursements ttx	/	0 sur 6	2006/04	
DIC Law FY2002-04				
Resona HD	action ord ADP	0.14% (book +400%) 0%	2005/02	Anticipé
Remboursements ttx	/	2.7 sur 1960.0 soit 0.14%	2006/04	

Source : Financial Services Agency ; Notes : (a) Les informations entre parenthèses indiquent le prix effectif de cession des actions par le DIC –qu'il soit convenu initialement ou au prix du marché- et donc sa plus ou moins value.

Tableau 23 – Japon : état des lieux des fonds injectés par groupes bancaires au 04/2006

<i>(milliards de yens)</i>	Cumul des injections dans le groupe			Non remboursés au 04/2005			Non remboursés au 04/2006			% votes potentiels (au pic)
	Dettes	ADP	Total	Dettes	ADP	Total	Dettes	ADP	Total	
Mizuho	1000	1949	2949	0	1524	1524	0	407,6	407,6	11%
UFJ HD	350	1400	1750	250	1400	1650	150	504	654	34%
BoTM	250	200	450	75	66	141	0	0	0	0
Sumitomo T&B	200	100	300	0	0	0	0	0	0	0
MSFG	200	1301	1501	0	850	850	0	850	850	31%
Resona	300	2031,6	2331,6	300	2031,6	2331,6	100	2031,6	2131,6	70%
Mitsui Trust HD	278	432,3	710,3	0	432,3	432,3	0	432,3	432,3	53%
Grandes banques (a)	2578	7413,9	9991,9	625	6303,9	6928,9	250	4225,5	4475,4	/
Banques régionales	200	662	862	96	554	650	76	487	566	/

(a) Hors NCB et LTCB

Annexe au chapitre IV n°22 – Les fusions & acquisitions entre grandes banques japonaises depuis 1999

<i>KEIRETSU</i>	<i>FRONTIERES DES GROUPES FIN. AVANT 1999</i> <i>BANQUES</i>	<i>ASSURANCE-VIE</i>
DKB	DKB	Asahi Life Fukoku Life
IBJ	IBJ	
FUYO	Fuji bank Yasuda T & B	Yasuda Life
MITSUBISHI	BoTM Mitsubishi T & B Nippon T & B	Meiji Life
SANWA	Sanwa bank Toyo T & B	Nippon Life Daido Life
TOKAI	<i>Tokai bank</i> <i>Chuo T & B</i>	Chiyoda Life
MITSUI	<i>Mitsui T & B</i> <i>Sakura bank</i>	<i>Mitsui Life</i>
SUMITOMO	Sumitomo bank Sumitomo T & B	Sumitomo Life
DAIWA	Daiwa Bank Kinki Osaka Bank Nara Bank	
ASAHI	<i>Asahi Bank</i>	

<i>RAPPROCHEMENTS DEPUIS 1999</i> <i>GROUPE</i>	<i>BANQUES</i>	<i>ASS. -VIE</i>
Mizuho Fin. Group (2000)	(Mizuho Bank, Mizuho Corp Bk) Fuji bank DKB IBJ	Fukoku Life Dai Ichi Life
BoTM (avr 2001)	BoTM Mitsubishi T & B Nippon T & B	Meiji-Yasuda Life (janvier 2005)
UFJ (avril 2002) (annoncé août 2004)	(UFJ Bank / UFJ T&B) Sanwa bank Toyo T & B <i>Tokai bank</i>	Tayo-Daido Life (avril 2004)
Mitsui Trust (avril 2000)	(Chuo Mitsui T&B / Mitsui T&B) <i>Chuo T & B</i> <i>Mitsui T & B</i> Hokkaido Takushoku Bk(1)	
Sumitomo Mitsui Bank (avril 2001)	Sumitomo bank <i>Sakura bank</i>	<i>Mitsui Life</i> Sumitomo Life
Resona Holding (Resona Bank Saitama Bank)	Daiwa Bank Kinki Osaka Bank Nara Bank <i>Asahi Bank</i>	

(1) reprise par Chuo T&B de la partie saine après sa faillite

Annexes au chapitre V « La restructuration des entreprises » :

Annexe au chapitre V n°23 – Structure par terme de l'offre bancaire dans les années quatre-vingt

Tableau 24 – Accroissement de la dispersion de la durée des prêts - banques par actions

En % des encours de crédit	1982	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Grandes banques commerciales							
< 3 mois (n.i. découverts & cc)	28.8	21.5	17.6	16.1	14.7	9.9	9.2
3 mois – 1 an	36.1	38.8	37.2	32.8	27.6	26.3	19.6
> 1 an	32.5	32.7	37.4	41.9	47.5	52.9	57.2
Autres	2.6	7.0	7.9	9.2	10.2	10.9	14.0
Banques régionales I & II							
< 3 mois (n.i. découverts & cc)	26,7	21,9	20,3	20,0	19,1	17,8	15,8
3 mois – 1 an	31,2	29,4	27,5	25,1	23,5	21,8	19,9
> 1 an	40,2	43,8	45,2	45,7	47,1	48,8	50,8
Autres	1,9	4,9	7,0	9,2	10,4	11,6	13,5

Source : Bank of Japan Quarterly Bulletin

Tableau 25 – Croissance des prêts à découvert - banques par actions

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Grandes banques commerciales							
En milliards de yen	1 400	10 300	15 800	21 600	26 800	31 500	36 900
En % des encours de crédit	1,9	8,1	10,9	13,2	14,9	15,7	17,6
Banques régionales I & II							
En milliards de yen	700	4 000	6 400	9 300	12 300	15 400	17 500
En % des encours de crédit	1,6	5,5	8,2	10,7	12,6	13,9	15,2

Source : Bank of Japan Quarterly Bulletin

Ohashi & Singh [2004] ont développé un modèle pour expliquer les différences d'approche dans la valorisation d'un crédit collatéralisé dont l'emprunteur est en difficulté, entre une banque et un fonds de capital-risque éventuellement repreneur. Ce modèle est lui-même inspiré de travaux du FMI sur le marché japonais du redressement d'entreprises. La question est alors de savoir dans quelles conditions la banque principale a intérêt à effectuer un *debt-equity-swap* sur ses crédits. On présente ici ce modèle en l'adaptant à nos besoins.

- Quelle est la position du fonds de capital-risque ?

Parce que le fonds de capital risque investit dans un projet de redressement sous forme d'actions, après avoir effectué un *debt-equity-swap* sur la dette rachetée, son objectif est donc de maximiser la valeur de marché des fonds propres, c'est-à-dire la capacité de l'emprunteur à générer des profits.

L'investisseur rachètera la dette de l'entreprise en difficulté seulement si son engagement rapporte un rendement interne global supérieur ou égal à r^e , sur un horizon qui en général ne dépasse pas cinq années. Les rendements visés atteignent 15-20%, ce qui est irréaliste pour une entreprise dont le financement repose uniquement sur ses fonds propres (K). Pour accroître son rendement, l'entreprise en restructuration recourra à du crédit bancaire (D) pour que la rentabilité du capital s'appuie sur un levier d'endettement l :

$$l = D/K \quad \text{ou} \quad 1+l = (D+K)/K = \text{actif}/K$$

Soit r^b : le taux d'intérêt sur cette dette. On sait que les banques sous-facturent le risque de crédit et que cette sous-facturation s'est développée avec le ralentissement des opérations d'annulation de créances. On sait cependant que sur la période 2000-02, les crédits classés '*attention requise*' sont les plus rémunérateurs pour les banques car facturés autour de 4%. On choisit donc pour référence : $r^b = \text{LIBOR} + 400 \text{ bps}$. Le rendement d'une unité de fonds propres est alors égal au coût unitaire de la dette pondérée par le levier, augmentée de la rentabilité interne attendue de l'entrepreneur sur le capital engagé en actions, soit :

$$[D/K.r^b + r^e] = [l.r^b + r^e] \quad (1)$$

$$\text{La rentabilité des actifs } r^a \text{ s'écrit : } r^a = (l.r^b + r^e)/(1+l) \quad (2)$$

Tableau 26 – Sensibilité du rendement des actifs r^a au levier d'endettement

	$l=1$	$l=2$	$l=3$
Pour : $r^e=15\%$	9.5	7.7	6.8
Pour : $r^e=20\%$	12.0	9.3	8.0

L'investisseur est prêt à acquérir le capital de l'entreprise sur la base d'une évaluation des actifs et des dettes déterminée par la rentabilité globale des fonds propres exigée et par le levier d'endettement consenti par les banques. Dans le tableau ci-dessus, plus r^e est élevé, plus le rendement des actifs doit être élevé et donc plus les pertes assumées par les banques cédantes sont élevées. Mais plus le levier d'endettement est lui-même élevé, c'est-à-dire plus il peut acquérir la totalité du capital avec le minimum de rachat de dette, plus il consentira à ce rachat pour un faible taux de dépréciation immédiat des dettes (*swap* au pair)⁶⁰¹. Dans cette approche actionnariale, le rendement des actifs r^a est utilisé par l'investisseur comme taux d'escompte pour déterminer son prix d'achat des prêts non-performants P_T . S'il achète ces prêts à problème en T , qu'ils lui rapportent au terme de chaque année un rendement R fixe tout au long de son horizon temporel n , soit entre $T+1$ à $T+n$, et qu'il vend ensuite ces prêts en $T+n$, on a :

$$P_T = [\sum R/(1+r^a)^t] + [P_{T+N}/(1+r^a)^{T+n}] \quad (3)$$

Pour simplifier, si $P_T = P_{T+N}$ on obtient : $P_T = R/r^a$ (4)

On suppose maintenant que les banques appliquent un taux d'intérêt sur ces prêts non-performants tel que les charges de la dette de l'entreprise que l'investisseur veut acquérir, correspondant à R , atteignent 100% de ses cash-flows⁶⁰². Pour atteindre un rendement des actifs de 6,8% (soit un rendement du capital de 15% sur un levier d'endettement de trois fois les fonds propres), et avec un taux d'intérêt moyen de la dette antérieure de 2%, correspondant aux taux concessionnaires des banques (cf. Chap. IV – 3.3.2.), la perte que la banque doit accepter préalablement à la reprise du crédit par l'investisseur doit atteindre 70,6% de sa valeur faciale.

Tableau 27 – Taux de dépréciation des dettes exigé par l'investisseur

	<i>R=1,5</i>	<i>R=2</i>	<i>R=2,5</i>
<i>Taux de dépréciation exigé</i>	77.9	70.6	63.2
<i>Soit le prix d'achat P_T</i>	22.1	29.4	36.8

- Quelle est la position de la banque principale ?

Les banques recourent peu au *debt-equity-swap* parce que cette solution implique une coordination entre créanciers qui a peu de chance d'exister quand il s'agit de prêts assortis de collatéraux. C'est le problème du dilemme du prisonnier. Si la banque principale seule l'accepte, elle passe du statut de créancier *senior* à un statut d'actionnaire face à des créanciers *seniors* qui ont conservé ce statut.

⁶⁰¹ A titre de comparaison, au Japon, le *spread* sur les *junk bonds* (obligations privées BBB) tournait autour de 6% pour les maturités de 5 ans. Egalement, Ohashi & Singh [2004] précisent que les rendements affichés dans ce tableau correspondent aux observations effectuées sur les marchés internationaux de la restructuration.

⁶⁰² Ce rapport atteint 70% en moyenne sur les entreprises classées inférieures à BBB en 2002 et 2003. Ces taux peuvent donc être supérieurs pour les créances classées douteuses.

Autrement dit, sa prise de risque est beaucoup plus grande que si les autres créanciers l'avaient suivie dans cette option de redressement, parce que ses actions ne vaudront rien tant que la valeur liquidative ne dépasse pas celle des collatéraux. Sa position est d'autant plus fragilisée que les autres créanciers peuvent profiter de leur position dominante pour mettre sous pression le nouvel actionnaire et refuser des concessions, comme par exemple, un allongement des termes de leurs crédits. Pendant cette période de restructuration, la banque principale est exposée au risque de non-coopération des autres créanciers qui au moindre accident, menaceront de déclencher la liquidation des collatéraux. La banque principale devra alors accroître plus que de nécessaire ses engagements et minimiser le recours au levier d'endettement, ce qui a pour effet d'augmenter son taux de rendement sur actifs servant au calcul du taux de dépréciation de la dette au moment du *debt-equity-swap*. Pour éviter cette situation, la banque principale doit acheter toute la dette nantie, ce qu'elle ne peut pas faire en général pour deux raisons : elle est elle-même en manque de fonds propres et les autres créanciers exigeront un prix de cession calculé sur la base du rendement des actifs évalué dans une situation de *debt-equity-swap* non coopératif.

Dans ces circonstances, la banque principale abandonne l'idée d'une initiative de redressement et fonde l'évaluation du crédit sur la qualité des nantisements. Ceci revient pour elle à acquérir une option d'achat plafonnée : en cas de reprise, la valeur du crédit augmente jusqu'à sa valeur faciale augmentée des taux d'intérêt et en cas de difficultés persistantes, la valeur liquidative est le collatéral. Si ce collatéral est comptabilisé au prix historique ou bénéficie d'une évaluation optimiste, des prêts non-performants peuvent être conservés indéfiniment dans les bilans et le crédit se transforme en dette perpétuelle... jusqu'à la reprise économique. La valeur liquidative du crédit correspondra à la valeur historique et de marché des collatéraux⁶⁰³.

La méthodologie DCF valorise un prêt non-performant de la manière suivante :

$$V = \frac{\sum_{i=1}^n [(p_i - p_{i-1}) \cdot L + (1 - p_i) I_i]}{(1 + r_i + \varepsilon_i)^i} \quad (5)$$

avec p_i : probabilité de défaut en i , L : valeur du crédit à la liquidation, I_i : cash-flow généré par le crédit en i (intérêt et principal) –dans ce cas I est la valeur faciale du crédit–, r_i : taux d'intérêt sans risque, ε : prime de risque exigée par les banques sur les pertes non-anticipées (provisions complémentaires). Pour un taux d'intérêt sans risque nul –cas du Japon– et une prime ε également nulle –son coût de mobilisation est proche de zéro compte-tenu de l'environnement

⁶⁰³ Dans cette perspective, ajoutons que des taux d'intérêt concessionnaires très bas rendus possibles par la politique monétaire de taux zéro permettent à une entreprise peu performante de rester en activité puisque la rentabilité d'exploitation nécessaire pour honorer les intérêts est alors très faible.

monétaire, et pour r^t et p^t le cumul des taux d'intérêt et la probabilité de défaut cumulée sur I , on obtient la simplification suivante :

$$V = p.L + (1 + (r)^t)(1 - p).I \quad (6)$$

Si on reprend la référence précédente pour le taux d'intérêt concessionnaire sur la dette bancaire à 5 ans de 2% l'an, $(r)^t = 0,1$, d'où : $V = p.L + 1,1.(1 - p).I$ (7)

En introduisant d , le taux de dépréciation du collatéral par rapport à sa plus haute valeur (pic de la bulle pour l'immobilier), la valeur liquidative L du crédit est une fonction directe de d : $L = d.I$. Au pic de la valeur du collatéral $d = 1$. Mais on a vu dans le Graphique 14 que l'immobilier commercial des grandes métropoles est tombé de plus de 80% par rapport à ce pic (1991). En introduisant dans l'équation (7) cette option d'achat plafonnée que représente ce crédit collatéralisé et en y plaçant ces valeurs, on obtient :

$$V = p.d.I + 1,1.(1 - p).I$$

$$\text{soit } V = [p.d + 1,1.(1 - p)]I \quad (8)$$

$$\text{et pour } I = 1 \quad V = 1,1 - 0,9.p \quad (9)$$

Tableau 28 – Valeur courante et potentielle du prêt non-performant collatéralisé

Scénario d'évolution des défauts :		optimiste	central	pessimiste
P		30%	40%	50%
Valeur courante DCF	($d = 0,20$)	83	74	65
P₂		20%	30%	40%
Valeur potentielle DCF	($d_2 = 0,20 . 1,3$)	93	85	76

Le tableau ci-dessus montre comment la valeur d'un prêt non-performant évolue autour d'un scénario central de probabilité de défaut cumulée de 40% et d'une dépréciation de 80% du collatéral. Une réduction de 10% de la première et une perspective de reprise immobilière de 30% à cinq ans (hypothèse reprise dans les modèles internes bancaires) (cas d_2), font passer des contraintes de provisionnement de 26% à 15%, et ne permettent donc pas le retour à la valeur faciale. Ce tableau exprime aussi le conflit de valorisation du crédit entre la banque principale qui est contrainte de s'aligner sur le principe de valorisation du crédit comme dette perpétuelle. Il montre aussi que les créanciers non-nantis n'ont pas intérêt à coopérer dans le projet de *debt-equity-swap* de la banque principale : ils s'élèvent dans l'ordre des remboursements et peuvent monnayer ce changement contre un rachat de leur dette à un taux meilleur que ce à quoi ils ont droit dans le scénario central, qui correspond à ce taux de remboursement augmenté des perspectives de redressement de la valeur des collatéraux dont bénéficie la banque principale.

- L'écart entre le prix demandé par la banque principale et celui offert par le fonds est colossal : 85% contre 30% de la valeur faciale de la dette. Même dans le pire des cas (croissance nulle des collatéraux et probabilité de perte cumulée de 50%), la valeur de cession admissible par la banque principale est encore de 65%. Pour acheter une dette à 85% de sa valeur faciale, le fonds de redressement doit tirer un rendement de 5,8% sur chaque yen engagé⁶⁰⁴. Si maintenant ce fonds acquiert 51% du capital, laissant 49% d'engagement à la banque, pour un taux d'intérêt de 2%, il doit doubler le rendement des actifs pour atteindre le prix de cession demandé par la banque.
- Ces écarts de prix conduisent les banques à conserver les prêts non-performants dans leurs bilans. Cela peut être dû à une valorisation inadéquate des collatéraux ou des provisionnements complémentaires du risque de défaut. Mais pas seulement. A moins que sa valeur ne devienne nulle, le problème de fond est l'existence du collatéral, qui crée une asymétrie d'intérêts entre créanciers seniors et juniors et entre créanciers et acquéreurs potentiels. Plus la loi de faillite est coûteuse, plus ces asymétries se développent. Si cette loi devient plus facile d'accès, il faut encore savoir comment les droits de nantissement sont traités : s'ils sont inclus ou exclus de la négociation sur le partage de la dette, inclus ou exclus dans la procédure, c'est-à-dire si la valeur des garanties est dissociée des droits d'usage, si ces droits sont simplement suspendus ou, la pire des solutions pour ce qui concerne le problème traité ici, s'ils sont exécutoires à tout moment. Enfin, le marché de cession est-il liquide ? On retrouve cette problématique nantissements/faillite/liquidité à travers l'expérience américaine des années trente (*Railroad Receivership*) et de la période contemporaine (*Chapter 11*). Ces deux exemples ont l'intérêt de montrer comment, pour ce type de créances, qui concerne en général de gros emprunteurs, l'usage des procédures de faillites peut être bouleversé et l'équité des ayants droit affectée par la liquidité du marché.

Annexe au chapitre V n°25 – L'abolition du principe de territorialité dans la faillite au Japon

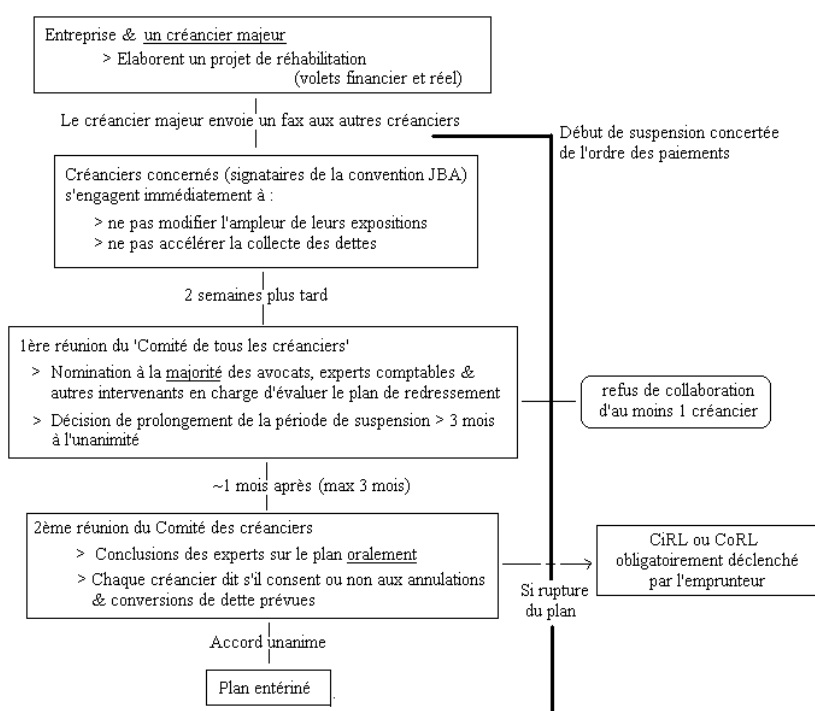
Une des barrières les plus discrètes mais en même temps des plus efficaces contre l'entrée de concurrents étrangers dans un système financier japonais extrêmement affaibli était l'application du principe de territorialité dans les procédures de faillite. Ce principe stipule que les procédures engagées hors Japon n'ont aucun effet sur les actifs localisés au Japon et réciproquement. Ceci évinçait *de facto* tout repreneur étranger dans une procédure de sponsor, de *pre-package filing*, et

⁶⁰⁴ La dette acquise à 85% est convertie en actions, de sorte que le rendement des actifs attendu doit être de $r^a = 0,85 \cdot 6,8\% = 5,8\%$... ceci dans l'hypothèse où le fonds recourt à un effet de levier de trois fois les fonds propres sur une dette chargée à 2%.

même dans les opérations de DES d'envergure, ou dans les fusions-acquisitions avec une société japonaise, le repreneur devant faire la preuve d'une assise financière suffisante au Japon même.

Le chapitre consacré à la crise des assurances montre une difficulté extrême des autorités à maintenir le principe du convoi dans un secteur massivement insolvable. Dans ces conditions, tout défaut d'envergure ne peut conduire qu'à une liquidation. Cette solution étant inenvisageable pour les grandes institutions financières non bancaires, comme la nationalisation sèche, la seule issue était l'ouverture du secteur à une concurrence étrangère rêvant d'acquiescer un acteur installé sur un marché réputé saturé et peu concurrentiel. C'est dans ces conditions que le Japon a abandonné le principe de territorialité, pour la reconnaissance mutuelle des procédures de faillite, dont le texte a été élaboré sur le modèle standard international UNCITRAL.

Annexe au chapitre V n°26 : Une tentative d'enterrement privé sans cérémonie de la banque principale : la procédure amiable pluri-créanciers de l'association bancaire⁶⁰⁵



En septembre 2001, l'association bancaire (*Japanese Bankers Association - JBA*) publie à l'intention de ses membres une recommandation de procédure amiable pluri-créanciers. Il s'agit d'une tentative de codification des comportements bancaires sur une base purement privée pour inciter les banques à renforcer la conditionnalité des réductions de dette qu'elles consentent. L'adhésion

⁶⁰⁵ Pour le texte de la procédure, voir JBA [2001]. Takagi [2004] pour une revue critique.

des banques à ce code de conduite est fortement incitée par son origine. Il est directement inspiré du document INSOL 8 et rédigé par la JBA, dans le cadre d'une commission présidée par la FSA et où participent le syndicat patronal –*Keidanren*– et l'organisme de garantie des dépôts –le DIC–.

Cette initiative est conduite en interaction avec l'évolution de la réglementation prudentielle. Depuis 2001, les inspections de la FSA contraignent les banques à requalifier les créances de leurs gros clients. Ces reclassements contraignent les banques à relever les taux qui leur sont pratiqués et/ou à réduire les encours, sous peine d'être pointés du doigt par le superviseur. Parallèlement, l'*Emergency Package* de 2001 impose des objectifs structurels sur la composition par type des créances douteuses, qui contraignent à traiter une fois pour toutes les dettes tombant dans ce classement. Dans de nombreux cas, les inspections de la FSA déclenchent une renégociation et, dans les cas de recours au redressement légal, au mieux un déclenchement immédiat, au pire, le repli des créanciers sur les droits objectifs et leur fuite avant l'arrêt de l'hémorragie par l'ouverture d'une faillite légale. Dans de nombreux cas, les créanciers, surpris, entrent en conflit et tentent des arbitrages de procédure paralysants, coûteux et surtout, à l'avantage des dirigeants en place. Le risque est donc de retomber dans les pratiques d'annulation de créance au rabais, mais cette fois-ci, via une procédure légale. L'objectif recherché à travers la recommandation JBA est d'établir une méthode commune (et donc sans concurrence destructrice) pour renforcer la conditionnalité des annulations de créances. Dans sa version initiale les dirigeants doivent s'engager sur des objectifs de restructuration réelle et de transparence, assurant un retour aux profits (avant impôts) dans trois ans maximum. Si ces accords prévoient une annulation de dette, la direction doit démissionner et les actionnaires accepter une réduction de capital obligatoirement. Constatant l'échec de cette première version (6 cas en 15 mois), une seconde mouture est écrite en novembre 2002, sensiblement plus lâche que la recommandation INSOL 8 dont elle s'inspire (cf. Tableau 29).

Tableau 29 – Les normes plancher de redressement de la procédure JBA

INSOL 8	JBA 1 ^{ère} version	JBA 2 nd e version (changement / 1 ^{ère} version)
Profits avant impôt > 0 avant 3 ans	Idem	3 → 5 ans
Valeur nette > 0 avant 3 ans	Idem + exceptions possibles	3 → 5 ans
En cas d'abandon de créance :		
1/ Droits des actionnaires maj. dilués substantiellement par augmentation de capital ou par réduction de leur capital	Exception pour les PME	Règle non systématique mais recommandée pour tous
2/ La direction démissionne dès l'acceptation du plan par les créanciers	Exception pour les PME	+ sauf si jugée non responsable de la situation de l'entreprise

Cette nouvelle version ne connaît pas un grand succès non plus. Par contre, ce qui est intéressant, c'est la rapide réaction des banques pour proposer cette réécriture, alors que la FSA n'y était pas

favorable au départ. Ce zèle est signe d'une réelle volonté des banques de traiter les cas les plus litigieux dans leurs portefeuilles, lui même fruit d'une pression prudentielle maintenant crédible (cf. Chap. IV – 2.5.). L'adoption de cette procédure se traduit brusquement par une inversion de la structure des prêts non-performants, le poids relatif des prêts restructurés diminuant au profit de celui des faillites⁶⁰⁶. Bien sûr, cette évolution est le résultat conjugué de tous les efforts entrepris jusqu'ici sur les lois de faillite –la CiRL–, le traitement fiscal des annulations de dette, l'*Emergency Package*... Et si la recommandation JBA est un échec, il faut toutefois la saluer comme la première prise de conscience collective explicite par la profession bancaire du changement de modèle de crédit, une sorte d'ancêtre des *covenants* que les banques finiront bien pas introduire. Quand aux raisons de son échec, ce sont celles de la CiRL devant les relations de crédit de grande taille les plus épaisses. Ce type d'initiatives du côté des créanciers fait écho à la manière dont a été conduite la révision de la loi de redressement des grandes entreprises, la *Corporate Revitalization Law* (CoRL) aux raisons de l'introduction de l'*Industrial Revitalization Corp.* (IRCJ).

*Annexe au chapitre V n°27 – Pre-package-filing dans les procédures CiRL et Chapter 11*⁶⁰⁷

Si les opérations de *Debt-Equity-Swap* n'ont pu se développer que grâce au changement des règles de faillite, et en sont d'une certaine manière un dérivé, les formules de *sponsorship* et de *pre-package-filing* sont des outils prévus dans la loi. L'objectif est toujours le même : accélérer la procédure de redressement en favorisant la négociation purement privée et, point focal des efforts des autorités dans la résolution de la crise, densifier le volet de l'activité d'exploitation dans ces négociations. Le *Debt-Equity-Swap* est dans cette perspective un excellent outil puisqu'en transformant une relation de dette en une relation actionnariale, il allonge l'horizon d'anticipation des parties prenantes. Le *pre-package-filing* a le même objectif. Paradoxalement, alors que ces techniques sont très semblables au travail qu'on attend d'une banque principale, leur développement conduit à la mort de cette dernière. Le nombre d'opérations de F&A incluant une entreprise en faillite et mettant en œuvre ces techniques est passé en 2002 à 142, soit 8,1% de l'ensemble des F&A, et huit fois plus qu'en 1999, représentant alors 6,6% des F&A.

Dans la procédure dite de *pre-package filing*' associée au *Chapter 11* américain, le tribunal peut accepter un plan de F&A avant de valider le plan de restructuration, si la valeur nette de la firme est négative et le capital social épuisé.

⁶⁰⁶ Cf. Graphiques 74.

⁶⁰⁷ Associé à l'introduction de ces schémas de redressement par F&A, il a été prévu dans la loi une procédure dite de nullification des droits de rétention des créanciers sur les actifs de l'emprunteur placé en faillite : l'idée est de déconnecter légalement les droits des créanciers des actifs pour pouvoir engager les transferts, r avant l'approbation du plan par décision de Justice.

Si une entreprise veut se restructurer rapidement, sur le plan opérationnel, en opérant une F&A, elle a la possibilité de mettre en œuvre cette opération dans le cadre protecteur d'une procédure légale. Si le plan de rapprochement est bien préparé avant la requête officielle de *pre-package*, la procédure peut être terminée en un mois. Précisément, cette requête sera validée par le tribunal si le plan de rapprochement détaillé et un vote majoritaire officiel sont obtenus avant le dépôt de requête. C'est une sorte de plan de redressement légal pré-négocié.

Au Japon, le *pre-package* est organisé par le dirigeant et en collaboration avec les principaux créanciers. En outre, il n'y a aucun plan formel précis préparé ni aucun vote. En ce sens, il y a abus de langage⁶⁰⁸. Si la loi de faillite choisie est la CoRL, le rôle des actionnaires est toujours important, et ils peuvent refuser *ex-post* le plan, lequel nécessite en principe la majorité qualifiée des 2/3. Il en est de même des créanciers, puisque même si les créanciers majoritaires sont d'accord, il existe une possibilité de minorité de blocage.

Cette méthode était donc à parfaire au Japon car elle comportait des incertitudes dans la procédure. Si le plan de rapprochement est finalement refusé malgré l'accord du tribunal, la procédure de faillite est allongée. Les Fonds de transition étrangers ont beaucoup utilisé cette technique dès l'adoption de la CiRL. A cette époque, les banques ne vendant plus leurs créances douteuses que par paquets en *open-market*, les fonds sont directement allés voir les entreprises en difficulté pour négocier avec elle une reprise dans le cadre d'une procédure de faillite. Le succès de ces opérations vient surtout de ce qu'elles étaient pratiquées dans des secteurs traditionnels, moins dégradés et où les conflits d'intérêts dans les relations multi-créanciers sont moins importants.

Depuis 2003, il n'est plus nécessaire de développer le cadre juridique de ce dispositif comme aux Etats-Unis. La procédure *Corporate Reorganization* révisée contient des dispositions à cet effet : la possibilité pour un tribunal de prononcer l'augmentation de capital ou des F&A ou cessions d'actifs proposées dans le plan sans l'avis des actionnaires. D'une certaine manière, la loi japonaise va plus loin que le *Chapter 11*. Comme le conclut la section 4.1. consacrée à la CoRL, cette loi se rapproche beaucoup de la très controversée version 'droits de contrôle' du *Chapter 11*. Manquent seulement la liquidité des marchés et l'affinement des instruments de gouvernance des dirigeants, car la condition de 'motifs réels' spécifiée par la loi n'est pas une barrière. Un arrangement pour 'motif réel' peut contenir un volet important de cessions par compartiments, dont l'apport de cash servira les intérêts de créanciers dominant la procédure.

⁶⁰⁸ Tomoo [2004] et textes de lois concernés.

Table des matières

PRESENTATION GENERALE DE L'OUVRAGE	12
PREMIERE PARTIE : LA LIQUIDITE SANS LA FAILLITE	33
CHAPITRE I / LA LIQUIDITE AU FONDEMENT DES FLUCTUATIONS MACROECONOMIQUES.39	
La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : l'incertitude et les deux facettes de la crise.....	39
1. Une histoire réelle des fluctuations... ou vers l'intégration des théories de la valeur et de la monnaie dans les théories hétérodoxes des fluctuations	42
Le problème initial et les portes ouvertes par les approches hétérodoxes du cycle	42
1.1. L'approche autrichienne du cycle : le problème du délai d'accumulation dans l'allocation des facteurs.....	43
1.2. L'extension de Wicksell : l'accumulation en régime de crédit pur, ou le début d'une histoire entre la monnaie et l'instabilité.....	47
1.3. Les réponses opposées de Wicksell et Hayek à l'instabilité des économies monétaires : la macroéconomie ou le retour à l'or.....	50
Conclusion : la liquidité !	54
1.4. Fisher : la théorie quantitative aux prises avec les comportements de liquidité.....	55
1.4.1. L'interprétation monétariste des cycles à travers l'équation fisherienne : taux nominal, taux réel et non-neutralité de la monnaie à court terme	56
1.4.2. La déflation par la dette : de la liquidité bancaire à la liquidité de l'économie, ou l'interaction de la liquidité avec les capacités de prévision.....	58
Conclusion sur Fisher : la fin de l'explication réelle des fluctuations	61
1.5. La monnaie comme institution : une théorie de la monnaie-organisation.....	61

2. Une histoire monétaire des fluctuations... ou la théorie keynésienne de l'instabilité financière & de la demande effective	64
2.1. La théorie keynésienne de la monnaie et du taux d'intérêt	65
2.1.1. La remise en cause des fondements classiques par l'introduction de l'incertitude.....	65
2.1.2. La conception de la monnaie et la théorie du taux d'intérêt.....	68
2.1.3. La valorisation des actifs par la liquidité : comprendre le lien entre la monnaie et la valorisation du capital.....	72
2.2. La théorie de l'investissement : les fondements micro de la macroéconomie.....	75
2.2.1. La relation investissement/taux d'intérêt dans le cycle des stocks : équilibre partiel	75
a) <i>Le prix d'offre et le prix de demande d'actifs à court terme</i>	76
b) <i>Contrainte de production des biens capitaux et contrainte de liquidité</i>	78
2.2.2. Vers la formation de l'investissement sur le moyen terme : le cycle financier.....	79
a) <i>La double évaluation : structure de passif et rythme d'investissement</i>	80
b) <i>L'investissement agrégé</i>	84
2.3. La réduction des asymétries informationnelles dans les relations de crédit contre la stabilité macroéconomique	86
2.3.1. La résolution micro des asymétries informationnelles dans les relations de financement	87
2.3.2. Les canaux étroit du crédit et large du bilan : apport et usage des modèles d'accélérateur et de <i>flight too quality</i>	90
Conclusion : le passage du cycle des stocks au cycle financier.....	97
3. Une histoire financière des fluctuations... ou l'apport des conventions d'anticipation dans la compréhension des dynamiques de la liquidité	98
3.1. La convention financière au cœur du cycle : structures financières hétérogènes & mimétisme	99
3.1.1. Les logiques hétéro-référentielle <i>ex-ante</i>	100
3.1.2. La logique autoréférentielle assujettissante des marchés financiers : la déréglementation financière ou l'introduction de <i>Ponzi</i> dans un marché liquide	104
3.1.3. La formation des anticipations sur les marchés liquides : auto-référentialité, mimétisme et convention d'anticipation	106
3.2. Financement de la bulle et conséquences de l'éclatement.....	110
3.2.1. La remise en cause de la convention de marché et la crise autoréférentielle	110
3.2.2. L'optimisation du passif dans l'euphorie... ou la valorisation croissante de l'actif par la liquidité.....	111
3.2.3. Les suites de l'éclatement de la convention : l'enjeu central de la réponse bancaire au <i>shortage of cash</i>	115
3.3. Economie de la catastrophe, économie de la monnaie... deux conclusions sur le rapport entre les conventions d'anticipation, la liquidité et la faillite.....	119
3.3.1. Les conventions d'anticipation, la liquidité et la monnaie	120
3.3.2. Les conventions d'anticipation et l'institution de la faillite.....	122
Conclusion & Ouverture : la doctrine de la liquidité, l'innovation et le long terme	126
CHAPITRE II / LA POLITIQUE CONJONCTURELLE POUR SORTIR DE LA CRISE	
D'ANTICIPATIONS : LES GRANDS PRINCIPES DU <i>POLICY-MIX</i>	132

La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions.....	132
1. Description de la crise : chute du rendement réel du capital, déflation & asymétries informationnelles	133
2. La politique monétaire : une réponse incomplète aux asymétries informationnelles	137
2.1. Le traitement du passif de l'économie par la banque centrale : la politique monétaire, une extension du PDR.....	138
2.2. La gestion des asymétries informationnelles, l'enjeu crucial du capitalisme depuis les années trente	141
3. Gérer les asymétries informationnelles en reliant l'actif au passif de l'économie : le <i>policy-mix</i>	144
3.1. Penser le <i>policy-mix</i> comme la continuité du pouvoir monétaire du Prince.....	144
3.2. La mission de la politique monétaire et son rapport aux prix d'actifs.....	149
3.3. La mission de la politique budgétaire et la redéfinition pragmatique des limites du déficit budgétaire	154
Conclusion :.....	156
CHAPITRE III / LA CRISE JAPONAISE : UNE CRISE DE LA REGULATION MONETAIRE	160
La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions.....	160
1. Cadrage – La crise japonaise contemporaine à la lumière de la Grande Dépression : quelle pertinence ?	163
1.1. Un même constat d'échec des politiques macroéconomiques : tensions déflationnistes, crédit inerte et symptômes de la trappe à liquidité.....	163
1.2. Deux crises, deux besoins exceptionnels de réallocation de facteurs	170
1.2.1. Le Japon : la crise immobilière et des services.....	171
1.2.2. La Grande Dépression : la triple crise technologique, managériale et de développement.....	173
Conclusion.....	175
1.3. Deux crises, deux problèmes de réallocation : crise de régime financier versus crise de maturité du capitalisme.....	175
1.3.1. Le marché du travail : gel du marché externe, rigidités nominales naturelles et besoin de reflation	176
1.3.2. Le marché du capital : <i>bad credit</i> versus <i>credit crunch</i>	183
Conclusion récapitulative de la première partie.....	191
2. Le taux de change du yen : l'autre canal perdu de l'ajustement macroéconomique	192
2.1. Quand le taux de change sert la stabilité macroéconomique : la politique du dollar sur 1933-34	192
2.1.1. La politique de l'or	192
2.1.2. La politique agricole, la reprise réelle et sa transmission aux autres secteurs.....	195
2.2. Quand le taux de change perd sa dimension macroéconomique : l'instabilité du yen....	201
2.2.1. Les principes	202
2.2.2. L'influence perdue du Japon sur la valeur externe du yen.....	206

2.2.3. Une évolution corrélée à la stabilisation bancaire : trois étapes de la crise du yen...	210
Conclusion : la trappe à liquidité et le taux de change.....	215
3. La politique budgétaire incertaine, ou Hamlet au pays de Keynes.....	216
3.1. Des politiques budgétaires passives :.....	217
3.2. La légitimité du déficit budgétaire : une question politique et une question d'efficacité	223
Conclusion sur le volet budgétaire	231
4. Derrière la politique monétaire restrictive, la crise existentielle de la Banque du Japon.....	232
4.1. La réforme de la Fed en 1935 : l'émergence d'une banque centrale sans théorie monétaire sous-jacente	233
4.1.1. La Fed avant 1935 : une pseudo-banque centrale	233
4.1.2. Une bonne réforme, une mauvaise interprétation : la réforme inaboutie expliquée par un problème de génération.....	238
4.1.3. Les conséquences : l'amalgame persistant entre liquidité bancaire et orientation de la politique monétaire	241
4.2. Le bilan médiocre de la Banque du Japon : l'independency trap	245
4.2.1. La politique monétaire avant mars 2001.....	246
4.2.2. La politique monétaire quantitative depuis mars 2001	249
<i>a / Présentation technique.....</i>	<i>249</i>
<i>b / L'échec de la politique quantitative.....</i>	<i>256</i>
4.2.3. Ce que la Banque du Japon a refusé de faire.....	259
<i>a / Activer le canal des anticipations à travers un engagement inflationniste.....</i>	<i>259</i>
<i>b / Activer le canal direct du portefeuille par une cible de taux long.....</i>	<i>262</i>
<i>Conclusion : le monétarisme et l'independency-trap, le recto et le verso de cet échec.....</i>	<i>265</i>
4.3. A la racine du policy-mix : la nature d'une banque centrale et l'expression de l'indépendance	265
4.3.1. Ses objectifs/instruments	266
4.3.2. Son rapport au budget de l'Etat et à la règle de paiement	266
4.3.3. Son capital.....	268
Conclusion –La Banque du Japon dans la sortie de crise	273
SECONDE PARTIE : LA FAILLITE SANS LA LIQUIDITE	277
CHAPITRE IV – LA CRISE BANCAIRE : SORTIR DE L'INSTABILITE SANS SANCTIONNER L'INSOLVABILITE ?	285
La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : l'histoire longue et inachevée de la stabilisation bancaire	285
1 – Quel traitement pour quel type de crise bancaire ?.....	290
1.1. La construction d'une règle de faillite pour les banques.....	290
1.1.1. La règle de faillite bancaire : contrepartie de la garantie des passifs plutôt qu'instrument de recoordination hors-marché.....	290
1.1.2. La faillite bancaire et la régulation de la liquidité par la banque centrale.....	295

1.1.3. La résolution d'une crise bancaire : les grands principes à respecter	300
1.2. Deux cas opposés de crise bancaire : la Suède en 1990 et les Etats-Unis en 1933.....	307
1.2.1. Les crises de régulation contemporaines et le cas exemplaire suédois : faillite, externalisation et centralisation des pertes	307
1.2.2. La crise bancaire conjoncturelle de 1933 aux Etats-Unis : soutien par injections en <i>open-bank</i> et traitement décentralisé des pertes	311
1.3. Le mauvais choix du Japon : une présentation synthétique de la politique bancaire	315
1.3.1. 1990-97 : la pratique du convoi comme solution privée aux défauts bancaires	316
1.3.2. 1998-2001 : les injections de fonds publics en <i>open-bank</i> ou l'insolvabilité bancaire traitée comme un choc transitoire	319
1.3.3. 2001-... : la politique bancaire structurelle, ou l'isolement de l'actionnaire comme substitut à la faillite	323
Conclusion : un bilan coûteux.....	326
2 – De la faillite interdite à la faillite improbable.....	327
2.1. Premier point de départ de la stabilisation : dissocier le PDR de la règle de faillite.....	328
2.2. Deuxième point de départ : résoudre la question technique du réalisme de la faillite ...	332
2.3. Troisième point de départ & talon d'Achille : la tutelle non-indépendante.....	338
2.4. La tutelle maîtrise-t-elle la norme de solvabilité ? Du durcissement à vue à la perte de contrôle	344
2.4.1. Le mécanisme de l'avoir fiscal : une tentative de dissociation des règles de paiement appliquées aux banques et aux entreprises	346
2.4.2. L'avoir fiscal et l'indépendance de l'audit : le durcissement non-maîtrisé de la norme de solvabilité depuis 2003	350
2.5. La stratégie de stabilisation déstabilisée : l'impact d'un abaissement précoce de la garantie des passifs	354
3 – De la réduction des créances douteuses à la question du modèle bancaire.....	359
Problématique & Plan	359
3.1. Les prêts non-performants.....	361
3.1.1. La résorption des prêts non-performants : ce que révèlent ses trois étapes	361
3.1.2. De l'extension de la crise du crédit expliquée par la macroéconomie à la crise la question du modèle bancaire.....	367
3.2. Le fond du problème : le modèle d'organisation bancaire japonais.....	371
3.2.1. Pratique de crédit & logique actionnariale sous le Système de Banque Principale...372	
3.2.2. La perte de cohérence du modèle suite à la déréglementation financière	378
3.3. Les conséquences du maintien du modèle bancaire antérieur.....	381
3.3.1. La marge globale comme norme de rendement.....	381
3.3.2. Les pratiques micro de gestion du risque : entre <i>ever-greening</i> et approche patrimoniale du rationnement.....	384
4 – La transparence pour remodeler les relations de crédit... ou les limites de la politique structurelle 'par le bas'	393

Problématique et plan : passer de la divulgation et du traitement des pertes à la politique structurelle ‘par le bas’	393
4.1. La charpente des pratiques de crédit : le provisionnement des pertes	397
4.1.1. Tarification du crédit, provisions légales et avoir fiscal : quels principes ?.....	398
4.1.2. Des provisions supérieures aux planchers prudentiels depuis 2003 : un signe d’obsolescence.....	401
4.1.3. La méthodologie DCF pour réduire les arbitrages prudentiels : principes et pertinence de son emploi au Japon	403
4.1.4. Pourquoi la tutelle japonaise n’associe pas plus la méthodologie DCF au cadre prudentiel ?.....	406
4.2. Des activités de cession des créances douteuses volontairement restreintes... limite à l’efficacité de la réforme ‘par le bas’	410
4.2.1. Le mauvais choix du Japon : une prédilection pour le traitement en interne	410
4.2.2. L’échec prémédité des structures de cantonnement publiques.....	416
4.3. Un bilan anticipé de la politique structurelle : derrière la réduction des prêts non-performants depuis 2002.....	425
5 – Mobiliser les injections en <i>open-bank</i> pour ouvrir la gouvernance des banques... ou la politique structurelle ‘par le haut’	431
5.1. Les trois vices congénitaux	433
5.2. La séparation des actifs doit acter le dépôt du bilan	436
5.3. Droit de contrôle et traitement financier des actionnaires : un effet d’aubaine	438
5.4. Sortir de la procédure par conversion/liquidation des participations : la convergence tardive des droits de contrôle de l’Etat vers ses droits de propriété.....	442
5.4.1. Réduire l’effet de levier par les conditions de sortie plus que par la norme de solvabilité : une solution non-utilisée.....	442
5.4.2. L’usage des droits de contrôle par l’Etat	444
5.5. Faciliter l’usage des droits de contrôle par la transparence dans la procédure : la réforme de la gouvernance pour placer les dirigeants sous tutelle.....	448
Conclusion : l’actionnaire protégé, puis neutralisé, puis responsabilisé.....	456
CHAPITRE V – LA RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES : REPLACER L’OMBRE DE LA BANQUE DANS L’OMBRE DE LA LOI.....	459
La problématique du Chapitre, le plan et les principales conclusions : sortir de la non légalité du système de banque principale	459
1. Le traitement du passif contraint à l’accord aimable : l’actif intouchable.....	468
Introduction : la faillite impossible, une source de propagation de l’instabilité bancaire jusqu’en 2000	468
1.1. Le verrouillage des relations bancaires : des droits des créanciers difficiles à exécuter ..	469
1.1.1. Des liquidations d’actifs immobiliers juridiquement difficiles.....	469
1.1.2. Une solidarité contrainte entre créanciers <i>seniors</i> : la pratique des droits partagés sur les collatéraux et l’héritage du Code Napoléon	471
1.2. L’argument de la perte maximale dans un cadre multi-créanciers sans faillite : la banque principale, la faillite et la concurrence	472

1.3. L'impact d'une dette à court terme incontrôlable dans les négociations amiables : le problème de l'escompte des billets à ordre	475
1.4. L'incertitude juridique sur les droits des créanciers, facteur de myopie au désastre.....	477
1.4.1. L'incertitude sur la définition des droits associés aux collatéraux : la banque principale mais pas responsable.....	478
1.4.2. La myopie au désastre : les banques japonaises vers l'équilibre de Nash	479
Conclusion à la première partie : du problème de l'accès au droit à celui de la liquidité	482
2. L'invention du <i>Chapter 11</i>.. ou l'intérêt nouveau pour l'actif dans la faillite	484
Introduction : La faillite pendant la Grande Dépression, le Chapter 11 aujourd'hui et la crise japonaise	484
2.1. L'entrée de l'actif dans l'orbite de la faillite par la gestion des gros défauts dans la Grande Dépression : codification du Receivership & prémices ratés du DIP system.....	490
2.1.1. L'absence de source légale de la faillite pour les gros défauts aux Etats-Unis avant 1934 : pourquoi n'a-t-elle pas ici les mêmes conséquences qu'au Japon ?	492
2.1.2. L'extension non contrôlée des pouvoirs de l'administrateur dans le <i>Receivership</i> , conséquence de l'entrée des actifs dans l'orbite de la faillite	494
2.1.3. Les dysfonctionnements croissants du <i>Receivership</i> dans la crise... ou les limites de la liquidité hors la faillite	497
2.1.4. Sortir de l'impasse : codification du <i>Receivership</i> versus entrée de l'Etat dans l'économie politique de la faillite.....	502
2.2. Le Chapter 11, ou la liquidité dans la faillite.....	507
2.2.1. Le dispositif du <i>Debtor-in-Possession</i> : favoriser le redressement en interne par la négociation.....	508
2.2.2. Le <i>Chapter 11</i> et la finance moderne : un bon équilibre.....	513
Une conclusion pour refermer la parenthèse américaine.....	517
3. Traiter l'actif par le redressement légal au Japon... ou les limites du <i>Chapter 11</i>.....	519
Introduction : Le durcissement des droits de propriété, l'horizon libéral et la transition pragmatique.....	519
3.1. La faillite impossible : les portes fermées du redressement légal avant 2000	521
3.2. L'ouverture des portes de la faillite : la Civil Rehabilitation Law de 2000	529
3.2.1. Le redressement légal pour qui ?	529
3.2.2. Adapter le cadre de négociation du <i>Chapter 11</i> au contexte japonais	532
3.2.3. Bilan théorique et empirique	536
...sur l'équilibre de la procédure : le talon d'Achille du DIP Financing.....	536
...sur le succès empirique de la procédure.....	538
3.3. Première phase de tâtonnement après l'ouverture des portes de la faillite : comment améliorer la CiRL sans resserrer la norme de solvabilité ?	539
4. Le durcissement de la règle de paiement et la fin de la banque principale	543
Introduction à la seconde phase de tâtonnement (FY2003-06) : gouvernance et liquidité, les deux bouts du fil noué de la résolution de la crise financière.....	543
4.1. La concurrence entre procédures de faillite pour impliquer davantage les créanciers dans les restructurations	546

4.2. L'enterrement public avec cérémonie de la banque principale : l'Industrial Revitalization Corp.	550
4.2.1. Un mécanisme Pareto-supérieur aux procédures légales de redressement.....	551
4.2.2. Fondre l'ancien système de banque principale dans le droit des contrats	558
Conclusion : l'IRCJ, une pseudo-loi de faillite pour en finir avec l'économie politique de la crise.....	563
RECAPITULATIF & CONCLUSION :	565
BIBLIOGRAPHIE	574
ABREVIATIONS & CONVENTIONS D'ECRITURE	606
ANNEXES	609
ANNEXES AU CHAPITRE I « THEORIE DES FLUCTUATIONS » :	610
Annexe au chapitre I n°1 – Une équation de la demande de monnaie instable en crédit pur et finance libéralisée	610
Annexe au chapitre I n°2 – Le rôle de la politique monétaire dans l'éclatement de la bulle japonaise en 1990	612
ANNEXES AU CHAPITRE III « LA MACROECONOMIE » :	614
Annexe au chapitre III n°3 – les programmes économiques, monétaires et bancaires autour de la New-Deal.....	614
Annexe au chapitre III n°4 – Crédit, rentabilité et solvabilité bancaire aux Etats-Unis sur 1924-39	617
Annexe au chapitre III n°5 – La crise monétaire argentine de 2001 et la politique de l'or américaine de 1933.....	617
Annexe au chapitre III n°6 – Commerce extérieur des Etats-Unis 1929-39.....	621
Annexe au chapitre III n°7 – Crédit aux ménages : 1929-39	621
Annexe au chapitre III n°8 – L'efficacité de la New-Deal jugée à travers l'efficacité relative de chacun de ses programmes	622
Annexe au chapitre III n°9 – Actifs achetés en repo et collatéraux pris par la Banque du Japon (09/2005)	626
ANNEXES AU CHAPITRE IV « LA STABILISATION BANCAIRE » :	627
Annexe au chapitre IV n°10 – Statistiques sur la RFC et les défauts bancaires pendant la Grande Dépression.....	627
Annexe au chapitre IV n°11 – Les procédures de résolution des défauts bancaires.....	628
Annexe au chapitre IV n°12 – Le partage des pertes sur les juseus au Japon en 1996	630
Annexe au chapitre IV n°13 – Les engagements immobiliers des banques japonaises par catégories d'établissements pendant la bulle	630
Annexe au chapitre IV n°14 – Les signes d'affaiblissement du monitoring des banques japonaises (1980-92).....	631

Annexe au chapitre IV n°15 – Le désendettement des entreprises japonaises dans la crise.....	632
Annexe au chapitre IV n°16 – La perception de la crise bancaire par les marchés : les indicateurs de marché dans le contexte monétaire et prudentiel japonais.....	633
(i) Indicateur n°1 : Le Japan premium	633
(ii) Indicateur n°2 : La valorisation boursière des banques	635
(iii) Indicateur n°3 : La confiance des déposants.....	637
(iv) Indicateur n°4 : Les primes sur les dérivés de crédit.....	639
Annexe au chapitre IV n°17 – Notation des grandes banques japonaises.....	642
Annexe au chapitre IV n°18 – La sortie des actions des banques japonaises.....	644
Annexe au chapitre IV n°19 – Valeur des collatéraux immobiliers liquidés attachés aux prêts non-performants : écart à leur valeur prudentielle (banques par action)	648
Annexe au chapitre IV n°20 – La valeur économique du crédit et la méthode DCF	648
Annexe au chapitre IV n°21 – Les programmes de recapitalisations bancaires au Japon	651
Annexe au chapitre IV n°22 – Les fusions & acquisitions entre grandes banques japonaises depuis 1999	656
ANNEXES AU CHAPITRE V « LA RESTRUCTURATION DES ENTREPRISES » :	657
Annexe au chapitre V n°23 – Structure par terme de l’offre bancaire dans les années quatre-vingt.....	657
Annexe au chapitre V n°24 – La faillite et la liquidité : la coopération entre créanciers seniors et juniors vue comme un problème de liquidité des actifs.....	658
Annexe au chapitre V n°25 – L’abolition du principe de territorialité dans la faillite au Japon	662
Annexe au chapitre V n°26 : Une tentative d’enterrement privé sans cérémonie de la banque principale : la procédure amiable pluri-créanciers de l’association bancaire.....	663
Annexe au chapitre V n°27 – Pre-package-filing dans les procédures CiRL et Chapter 11 ..	665
TABLE DES MATIERES.....	667

Tableaux :

Tableau 1 – Japon : L’évolution en trois phases du régime d’anticipation sur le yen	212
Tableau 2 – Japon : La politique monétaire du début de la crise à la <i>politique de taux zéro</i>	246
Tableau 3 – Japon : La politique monétaire depuis le début de la <i>politique de taux zéro</i> en février 1999.....	250
Tableau 4 – Japon : Actifs & passifs de quelques banques centrales fin 2003 (% du PIB).....	270
Tableau 5 – Caractéristiques générales des méthodes de traitement de l’insolvabilité bancaire.....	304
Tableau 6 – Synopsis de la politique bancaire depuis 1998	320
Tableau 7 – les déboursements du DIC et le coût direct de la crise bancaire japonaise.....	333
Tableau 8 – La classification FRL des prêts non-performants	364
Tableau 9 – Répartition sectorielle des prêts non-performant en mars 2002.....	368
Tableau 10 – méthodes de provisionnement par type de prêt imposé par la FSA depuis 2003	408
Tableau 11 – Achats par la RCC des créances déclassées des banques saines au titre de l’Art. 53 - FRL ⁽¹⁾	419
Tableau 12 – Limites de la réduction de dette par la solution amiable.....	473

Tableau 13 – Synoptique des procédures de redressement légales au Japon et aux Etats-Unis.....	488
Tableau 14 – Japon : Quelques opérations caractéristiques de l'IRCJ.....	561
Tableau 15 – Actifs acquis en repo par la Banque du Japon (trios yens).....	626
Tableau 16 – Collatéraux pris au titre de l'ensemble des opérations de la Banque du Japon (trios yens) .	626
Tableau 17 – Etats-Unis : croissance du programme ADP de la RFC (1933-34).....	627
Tableau 18 – Etats-Unis : coût direct des faillites bancaires (1921-1942).....	627
Tableau 19 – Japon : partage des pertes des <i>jusens</i>	630
Tableau 20 – Japon : accroissement de la dispersion de la durée des prêts dans les encours.....	631
Tableau 21 – Japon : détail des injections	651
Tableau 22 – Japon : tableau des remboursements des fonds publics.....	654
Tableau 23 – Japon : état des lieux des fonds injectés par groupes bancaires au 04/2006.....	655
Tableau 24 – Accroissement de la dispersion de la durée des prêts - banques par actions.....	657
Tableau 25 – Croissance des prêts à découvert - banques par actions.....	657
Tableau 26 – Sensibilité du rendement des actifs r^a au levier d'endettement.....	658
Tableau 27 – Taux de dépréciation des dettes exigé par l'investisseur.....	659
Tableau 28 – Valeur courante et potentielle du prêt non-performant collatéralisé.....	661
Tableau 29 – Les normes plancher de redressement de la procédure JBA	664

Figures :

Figure 1 – Le triangle de Jevons.....	48
Figure 2 – Le processus d'accumulation wicksellien.....	48
Figure 3 – P_K , P_I et la confiance dans le niveau des cash-flows anticipés.....	77
Figure 4 – Prix demandé du capital et risque d'illiquidité.....	78
Figure 5 – Prix demandé du capital et politique monétaire.....	79
Figure 6 – Minsky : la double évaluation du capital.....	81
Figure 7 – Minsky : Double évaluation du capital / l'optimisme.....	83
Figure 8 – Minsky : l'expansion instable.....	85
Figure 9 – Minsky : la double évaluation du capital dans la crise.....	134
Figure 10 – La trappe à liquidité dans le schéma de Minsky.....	169
Figure 11 – Que sont devenues les banques régionales placées en faillite ?.....	337
Figure 12 – Organisation du DIC et de la tutelle bancaire	342
Figure 13 – Probabilité de défaut, pertes anticipées et non-anticipées.....	399
Figure 14 – Valeur économique et coût total du crédit.....	399
Figure 15 – Evolution des structures de cantonnement au Japon.....	418
Figure 16 – Japon : Mécanisme de l'IRCJ.....	553

Graphiques :

Graphique 1 – Japon : PIB et indices de prix.....	165
Graphique 2 – Etats-Unis : PNB et indices de prix.....	165
Graphique 3 – Japon : Cycle du crédit.....	166
Graphique 4 – Etats-Unis 1930-38 : cycle du crédit.....	166
Graphique 5 – Japon : la trappe à liquidité.....	167
Graphique 6 – Etats-Unis : la trappe à liquidité (réserves en monnaie centrale des banques).....	167
Graphique 7 – Japon : chômage et salaires	177
Graphique 8 – Japon : emploi précaire	177

Graphique 9 – Etats-Unis : chômage (% PA)	180
Graphique 10 – Etats-Unis : Rémunération du travail sect. manuf.	180
Graphique 11 – Etats-Unis : faillites d’ANF.....	180
Graphique 12 – Japon : Croissance potentielle, <i>output-gap</i> et inflation.....	184
Graphique 13 – Japon : consommation.....	184
Graphique 14 – Japon : indice boursier NIKKEI, taux longs nominaux et prix de l’immobilier	185
Graphique 15 – Japon : solde courant et croissance économique.....	185
Graphique 16 – Etats-Unis : indice boursier S&P	188
Graphique 17 – Etats-Unis : Investissement	188
Graphique 18 – Etats-Unis : taux d’intérêt nominaux	188
Graphique 19 – Etats-Unis : taux nominaux, réels et <i>spreads</i>	188
Graphique 20 – Etats-Unis : Revenu agricole et des ménages.....	197
Graphique 21 – Etats-Unis : indices de prix de gros sectoriels	197
Graphique 22 – Etats-Unis : Revenus agricoles & mécanisation	197
Graphique 23 – Etats-Unis : Production de biens d’équipement, dont agricoles.....	197
Graphique 24 – Etats-Unis : Indices de la production (1924 = 100)	197
Graphique 25 – Etats-Unis : Revenu net d’exploit. (sect. manuf.).....	197
Graphique 26 – Japon : Sorties de capitaux.....	210
Graphique 27 – Japon : taux de change du yen et réserves officielles.....	210
Graphique 28 – Japon : indices boursiers et yen/dollar 1997-98.....	210
Graphique 29 – Etats-Unis : chômage et emplois publics de la <i>New-Deal</i>	220
Graphique 30 – Etats-Unis : budget fédéral	220
Graphique 31 – Japon : Recettes et dépenses publiques, et solde (dont solde hors séc. sociale)	220
Graphique 32 – Japon : Dette publique brute non-monnaire.....	220
Graphique 33 – Japon : Investissement fixe public	227
Graphique 34 – Japon : Solde public primaire anticipé.....	227
Graphique 35 – Japon : OPCVM Immobiliers.....	227
Graphique 36 – Japon : taux d’intérêt sur les certificats de dépôt	248
Graphique 37 – Japon : Réserves obligatoires et excédentaires des banques (2001-05).....	252
Graphique 38 – Japon : Taux d’intérêt cible du marché monétaire (2001-05).....	252
Graphique 39 – Japon : taux d’intérêt nominaux à court et long termes.....	253
Graphique 40 – Titres publics détenus par la Banque du Japon par maturité restante	253
Graphique 41 – Japon : Maturité des opérations de la BoJ sur le marché monétaire	254
Graphique 42 – Japon : Maturité moyenne des titres publics acquis par la BoJ fin FY2004.....	254
Graphique 43 – Japon : Le coût négatif du financement en yen sur les <i>swaps</i> de devises	256
Graphique 44 – Japon : prix des interventions <i>open-market</i> sur les titres publics à 6 mois et encours des opérations de financement à court terme (FY2004).....	258
Graphique 45 – Japon : prix d’interventions en <i>open-market</i> sur les titres publics à 6 mois et réserves bancaires (FY2004).....	258
Graphique 46 – Japon : taux d’intérêt sur les titres publics (2001-05).....	258
Graphique 47 – Japon : nombre d’échecs d’offres d’achat en <i>open-market</i>	258
Graphique 48 – Japon : ratio de solvabilité de la Banque du Japon.....	271
Graphique 49, 50, 51 & 52 – Rentabilité bancaire : Japon / Etats-Unis (% actif)	287
Graphique 53 – Les plus-values latentes des grandes banques.....	345
Graphiques 54 – Des ratios de Bâle déformés (grandes banques)	349
Graphiques 55 – Une composition des fonds propres durs... à fort effet de levier (grandes banques).....	349
Graphique 56 – Décomposition du coût du crédit <i>ex-post</i> (banques par action)	361

Graphique 57 – Le stock de prêts non-performants	361
Graphique 58 – Rythme de traitement des pertes (provisions nettes <i>ex-ante</i>)	361
Graphique 59 – Japon : dette nette/FP	368
Graphique 60 – Japon : taux de croissance des crédits (% gliss ^t . annuel)	368
Graphique 61 – Japon : résultats/FP (%)	368
Graphique 62 – Japon : résultat ordinaire/CA (%)	368
Graphique 63 – Japon : surcapacités dans la construction et l’immobilier	369
Graphique 64 – Japon : Répartition sectorielle des crédits (% total)	369
Graphique 65 – Japon : Produit financier net (% actifs – grandes banques cciales)	381
Graphique 66 & 67 – Marges d’intérêt –banques japonaises et américaines–	383
Graphique 68 – Dispersion des crédits par tranche de taux d’intérêt chargés (système bancaire)	390
Graphique 69 – Taux théoriques sur les prêts classés <i>performant</i> selon les modèles internes bancaires	390
Graphique 70 – Japon : prêts non-performants couverts par des garanties	392
Graphique 71 – Japon : composition des crédits bancaires par support de nantissement (% total des crédits)	392
Graphique 72 – Indice d’opinion par taille d’entreprise sur l’orientation de l’offre de crédit	392
Graphique 73 – Score moyen des emprunteurs & du coût du crédit	426
Graphiques 74 & 75 – Décomposition des <i>Risk-Management Loans</i>	427
Graphique 76 – Remboursement des injections en <i>open-bank</i>	448
Graphique 77 – Participations croisées détenues par les banques (trios yens)	452
Graphique 78 – Evolution des participations croisées (%)	452
Graphique 79 – Japon : Répartition des faillites légales	523
Graphique 80 & Graphique 81 – Japon : Le rythme des défaillances	523
Graphique 82 – Japon : Nombre de procédures CoRL : 1980-1998 (unité)	547
Graphique 83 – Etats-Unis : rentabilité bancaire	617
Graphique 84 – Etats-Unis : ratios de capital et de crédit des banques (% actifs)	617
Graphique 85 – Etats-Unis : encours de capital et de crédit des banques	617
Graphique 86 – Etats-Unis : volume/valeur des exportations et importations	621
Graphique 87 – Etats-Unis : commerce extérieur (mios USD – cumul 12 derniers mois)	621
Graphique 88 – Etats-Unis : Commerce extérieur (moyennes mobiles M-12-, 1936-38=100)	621
Graphique 89 – Etats-Unis : crédit consommation & auto aux ménages	621
Graphique 90 – Etats-Unis : endettement des ménages	621
Graphiques 91, 92, 93, 94 & 95 – Japon : la fragilisation des banques dans la bulle (% des encours de crédit)	630
Graphique 96 – Japon : encours de crédit/agence	631
Graphique 97 – Japon : encours de crédit par salarié	631
Graphique 98 – Japon : les PME dans le crédit	631
Graphique 99 – Japon : crédit par secteur	631
Graphique 100 – Japon : structure des revenus bancaires (grandes banques)	631
Graphique 101 – Japon : performance du produit net bancaire (grandes banques)	631
Graphique 102 – Japon : endettement net des entreprises par taille et par secteur	632
Graphique 103 – Japon : indice boursier général & indice des valeurs bancaires	636
Graphiques 104 – Japon : la réaction des indices boursiers aux faillites bancaires	636
Graphiques 105 – Japon : l’aléa moral produit par le sauvetage de <i>Resona</i>	636
Graphique 106 – Japon : évolution des dépôts des banques régionales/nationales	638
Graphique 107 – Japon : encours des dépôts bancaires versus comptes postaux	638
Graphique 108 – Japon : portefeuille d’actions en % du Tier 1 des banques japonaises	646

Encadrés :

Encadré 1 – Les fondements de la théorie psychologique de Hayek <i>versus</i> Keynes : conséquences pour la compréhension des fluctuations de l'activité.....	52
Encadré 2 – Quelques éléments sur les structures financières <i>hedge, speculative & Ponzï</i>	101
Encadré 3 – Apports et limites des approches de modèles de bulles rationnelles.....	108
Encadré 4 – Le déclenchement de la crise bancaire japonaise de 1997-98.....	118
Encadré 5 – Le rapprochement entre l'innovation et la croissance chez Schumpeter & la théorie keynésienne de l'instabilité financière	128
Encadré 6 – Le pouvoir du Prince, les constructions politiques fédérales et le principe d'indépendance des banques centrales	147
Encadré 7 – Quelques repères chronologiques sur la crise japonaise.....	159
Encadré 8 – La trappe à liquidité dans le schéma de Minsky.....	169
Encadré 9 – Japon : La crise bancaire, la crise économique et la crise du yen de l'été 1998.....	207
Encadré 10 – Etats-Unis : La tendance de la <i>New-Deal</i> à la planification et la <i>NIRA</i>	225
Encadré 11 – Japon : Le développement des OPCVM Immobilier	230
Encadré 12 – Etats-Unis : les origines monétaires de la <i>Roosevelt Recession</i>	244
Encadré 13 – Japon : ce que révèle l'erreur de politique monétaire de la Banque du Japon d'août 2000 .	247
Encadré 14 – Japon : comment expliquer les taux d'intérêt négatifs sur le marché monétaire.....	256
Encadré 15 – L'article 102.1 du DIC : les trois options d'intervention sur les actifs bancaires	335
Encadré 16 – L'organisme de garantie des dépôts japonais (<i>Deposit-Insurance Corp. – DIC</i>)	342
Encadré 17 – Le poids des avoirs fiscaux dans les banques japonaises	349
Encadré 18 – L'indépendance des métiers de l'audit et de l'expertise-comptable.....	351
Encadré 19 – Le sauvetage de <i>Resona</i>	356
Encadré 20 – La définition des prêts non-performants : les principes généraux et le cas du Japon	363
Encadré 21 – Qu'est-ce qui détermine les banques à redéfinir leur modèle de relation bancaire ?.....	397
Encadré 22 : Le marché japonais des cessions de collatéraux de crédit.....	413
Encadré 23 – Comment expliquer la réduction récente des participations croisées au Japon ?.....	452
Encadré 24 – La réforme des procédures de liquidation de 2005	481
Encadré 25 – Quelques points de repère sur l'ordonnement de la faillite : temps, objectifs et enjeux	490
Encadré 26 – Le <i>Chapter 11</i> version <i>droit de contrôle</i> et la dérive vers l'Ecole de la Synthèse	518
Encadré 27 – Eléments statistiques sur les faillites et défaillances d'entreprises au Japon jusqu'en 2005 .	522
Encadré 28 – La révision de la <i>Special Corporate Rehabilitation Law</i> et les assurances-vie	528
Encadré 29 – Les <i>Debt-Equity-Swap</i> au Japon.....	542
Encadré 30 – L'arbitrage de procédures par les dirigeants du groupe MYCAL en 2001	549
Encadré 31 – La procédure de négociation IRCJ	552
Encadré 32 – Japon : Les normes plancher de redressement dans l'IRCJ	557

Vu : le Président

M.

Signature

Vu : les suffragants

MM.

Signature

.....

Signature

.....

Signature

.....

Signature

.....

Signature

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice Président du Conseil Scientifique chargé de la
recherche de l'Université PARIS IX DAUPHINE