

## Les dérapages de la finance japonaise

Michel Aglietta \*

La bulle spéculative puis la remise en ordre financière, plus longue et plus difficile que prévu en 1990, révèlent les inefficiences du système financier japonais et les dysfonctionnements qui accompagnent un changement structurel. La déréglementation des années 80 a laissé intact le mélange de segmentation et de solidarités qui caractérise ses structures. C'est une transformation incomplète. Les institutions financières ont continué à se comporter comme elles le faisaient lorsque leurs activités étaient administrées : profits garantis et concurrence sur les parts de marché. La discordance entre ces comportements et le contexte déréglementé a produit la bulle spéculative. L'ajustement en cours contient des facteurs récessifs qui concernent à la fois l'offre et la demande de crédit. Ces facteurs sont aggravés par l'ampleur de l'aléa moral dans le système financier. Il pourrait en résulter un ralentissement économique plus important que prévu au Japon et une progression plus faible du crédit international étant donné la position dominante des institutions financières japonaises. Les conséquences pourraient être une pression persistante à la hausse sur les taux d'intérêt mondiaux à long terme, un élargissement de l'excédent courant japonais réanimant les querelles sur les déséquilibres internationaux et une forte tendance à l'appréciation du yen. Le gouvernement japonais a présenté un projet de loi pour achever la réforme financière. Il n'est pas sûr que ce projet réponde aux enjeux de la globalisation et qu'il crée les conditions d'une meilleure efficacité des marchés.

\* Michel Aglietta est professeur à l'Université de Paris X-Nanterre et conseiller scientifique au CEPII. La rédaction de cet article a été achevée en août 1992.

La finance japonaise subit un retournement spectaculaire que d'aucuns jugeaient impossible il y a quelques années. Ce retournement est le plus accusé pour les actifs qui avaient auparavant bénéficié de la spéculation la plus intense.

Au Japon le krach boursier d'octobre 1987 ne fut qu'une péripétie peu sensible et vite oubliée. Cela renforça la croyance dans la solidité de la hausse des prix des actions et dans la capacité du marché, tenu par les grands investisseurs institutionnels et surveillé par le ministère des finances, à absorber tous les chocs. L'extraordinaire appréciation de la bourse a commencé fin 1982 avec un indice Nikkei aux environs de 7000 pour culminer en décembre 1989 au dessus de 38000. Jusqu'à la fin de 1985, la bourse progressa à un rythme raisonnable et atteignit l'indice 13000. Au début de 1986 commença la grande vague spéculative qui devait durer quatre ans. Le krach boursier qui a suivi est historique. Il se compare plus à l'effondrement de Wall Street entre octobre 1929 et mars 1932 qu'aux accidents vécus à New York dans les années 80. En effet, depuis le pic de la bulle spéculative, le Nikkei a perdu plus de 60 % de sa valeur. Comme à Wall Street il y a 60 ans, la chute s'est faite en deux temps, séparés par une période de fluctuation sans tendance marquée et avec des amorces avortées de reprise. La première période a pu être considérée comme la purge de la bulle. L'indice a été ramené à 24000 en septembre 1990, puis a fluctué entre 22000 et 26000 jusqu'à la fin 1991. Mais la seconde chute au cours de l'année 1992, qui a ramené le Nikkei en dessous de 15000 au cours de l'été, indique qu'il se passe quelque chose de plus grave dans le système financier.

Les données dont on dispose sur les prix des actifs immobiliers sont plus fragmentaires mais pas plus encourageantes. Certes la chute a été plus tardive et moins prononcée que la baisse de la bourse. Néanmoins il n'est pas certain que les autorités puissent mieux y guider qu'en bourse un retrait ordonné. La valeur du foncier à bâtir dans les grandes agglomérations a été multipliée par 2,5 à 3 suivant les zones géographiques entre le début 1986 et la fin 1990 d'après la National Land Agency. C'est aussi l'appréciation de la valeur du foncier bâti, parce qu'au Japon presque toute la valeur d'une propriété immobilière se trouve dans le terrain, pas dans la construction. La baisse s'est amorcée en 1991 ; elle a atteint de 10 à 25 % dans les grandes cités d'affaires, contre 6 % en moyenne dans les zones d'habitation et 4 % pour les immeubles à usage industriel et commercial. Malgré les dégâts dans les bilans des acheteurs pour spéculer et des intermédiaires immobiliers, la rareté d'espace demeure une caractéristique permanente. Aussi le gouverneur de la banque centrale pensait-il, au cours du premier semestre 1992, que la baisse des prix pourrait être limitée à 20 %. On prévoyait plus une atonie du marché, à cause des dégagements des vendeurs sous la pression de leurs prêteurs, qu'un effondrement complet.

Les théories modernes de la spéculation ont montré que l'augmentation des prix pouvait suivre une dynamique auto-réalisatrice. Il n'en demeure pas moins que de tels processus ne peuvent prendre racine que dans un environnement

financier permissif. La libéralisation financière des années 80 a fourni de telles conditions. Comme nous allons le montrer, ce changement des structures financières a rencontré au Japon des problèmes particuliers qui ont favorisé le financement de la spéculation. Il s'y est ajouté des conditions monétaires extrêmement permissives. Le phénomène crucial qui a déterminé ces conditions a été « l'Endaka », la formidable appréciation du yen. Entre septembre 1985 et décembre 1988, le dollar s'est déprécié de 90 % et l'écu de 30 % (à l'incertain) contre le yen. Le retournement du yen s'est produit avant l'éclatement de la bulle boursière. Contre le dollar, la baisse du yen a eu lieu au cours du premier semestre 1989, puis au cours de l'hiver 1990 pendant la première chute boursière. En avril 1990, le yen avait reperdu la moitié de son appréciation antérieure contre le dollar et la totalité contre l'écu. Le taux de change effectif réel du yen, calculé sur les coûts salariaux unitaires par le FMI (*Statistiques financières internationales*), s'est apprécié de 55 % puis a reperdu la moitié de sa progression entre les mêmes dates. Le printemps 1990 a vu la récupération du yen à l'époque où les prix des actifs ont semblé se stabiliser au Japon. Tranquillisés par les évolutions financières, les opérateurs ont perçu la sous-évaluation du yen, d'autant que la dépréciation antérieure commençait à provoquer un élargissement de l'excédent commercial. Mais les évolutions contre dollar et contre écu ont été parfois opposées, car perturbées par les mouvements du dollar pendant et après la guerre du golfe et par les incidences de la réunification allemande. Cependant, à partir de l'automne 1991, l'inquiétude sur la situation financière est revenue ; ce qui a conduit les autorités à détendre la politique monétaire et a affaibli le yen contre l'écu, mais pas contre le dollar à cause des hésitations persistantes de la reprise américaine.

L'interaction entre l'Endaka et la hausse des prix des actifs a été réciproque. D'un côté, les taux de rendement anticipés sur les actifs japonais, gains en capital inclus, ont dépassé les taux de rendement anticipés sur les autres devises. Le réaménagement des portefeuilles a conduit à emprunter en devises étrangères pour acquérir les éléments de patrimoine dont la valeur augmentait d'autant plus vite que le courant acheteur se renforçait. La conversion en yens du produit des emprunts a exercé une demande excédentaire sur le marché des changes. L'offre de yens nécessaire à l'équilibre du marché devait être suscitée par une appréciation suffisante pour que les vendeurs nets de yens anticipent une dépréciation future qui compense le rendement dont bénéficiaient les actifs japonais. D'un autre côté, l'appréciation du yen entraînait une désinflation complète des prix des biens et services et une diminution des taux d'intérêt à court terme. A partir d'un plateau à 6 % en 1984 et 1985, les taux d'intérêt à trois mois sur l'euro-marché du yen ont baissé jusqu'à 4 % en 1987 et 1988, pour se redresser vivement au début de 1989 et atteindre 8 % à la fin de 1990. Le niveau moyen de la différence des taux d'intérêt nominaux vis-à-vis des autres grandes devises demeura autour de 4 % en défaveur du yen jusqu'à la fin de 1988, pour se réduire rapidement ensuite. La désinflation et la baisse des taux d'intérêt se sont conjuguées pour provoquer un excès de liquidité et pour stimuler le crédit. Le financement de l'acquisition des actifs spéculatifs en a reçu une forte impulsion ; ce qui a soutenu l'augmentation de leurs prix.

Les répercussions réciproques entre les marchés boursiers et immobiliers d'une part, le marché des changes et les conditions monétaires d'autre part, ont joué dans l'autre sens lorsque la bulle financière a éclaté. En 1989, l'investissement des entreprises et la consommation de biens de luxe ont été exacerbés par l'accroissement des valeurs patrimoniales. L'inflation des prix d'actifs a commencé à contaminer les marchés de biens et services. Au cours de l'année 1989, l'augmentation de l'indice de prix à la consommation est passée de 1 % à près de 4 %. C'est pourquoi la politique monétaire a été durcie pendant deux ans, de la mi-89 à la mi-91. Le renchérissement de la liquidité a entraîné une révision des anticipations qui a modifié les rendements relatifs des différents actifs et déclenché un réaménagement patrimonial. Les gains en capital espérés sur les actions et les propriétés immobilières ont fait place à des pertes redoutées, d'autant que les taux d'intérêt obligataires ont fortement monté au 4<sup>o</sup> trimestre 1989. La chute de la bourse a été d'autant plus brutale que le financement de la spéculation s'est brusquement évanoui. L'excès de demande d'actifs en yens a fait place à un excès d'offre qui a entraîné la baisse du yen constatée au premier trimestre 1990. Une fois le réaménagement des portefeuilles accompli, la politique monétaire restrictive a soutenu le cours du yen en contre-carrant la pression baissière qui découlait du remboursement des emprunts antérieurs en devises étrangères.

Cette conjoncture agitée pose de nombreuses questions sur le système financier japonais et sur les incidences économiques des ajustements financiers. Nous les examinerons dans les trois parties qui suivent. Dans la première partie on s'intéressera aux déséquilibres provoqués par la libéralisation financière. On montrera que ce processus a été incomplet et qu'il a fragilisé un système qui avait été auparavant très efficace pour financer le développement industriel du Japon. On montrera que la déréglementation et l'ouverture internationale, greffées sur un système financier opérant selon des principes tout à fait différents, ont favorisé les comportements spéculatifs rappelés plus haut. Si les désordres financiers trouvent leur origine dans le changement structurel, la question se pose de la bonne fin de la réforme entreprise. Le système financier japonais va-t-il s'aligner sur des critères occidentaux ou va-t-il être possible de sauvegarder sa spécificité, tout en poursuivant la libéralisation ? La seconde partie essaiera de répondre à cette question. On analysera le projet de réforme soumis à législation en 1992 et on mettra en évidence la persistance probable des déficiences structurelles dans le système financier japonais. Enfin une dernière interrogation se présente. La rechute de la bourse en 1992 n'est pas dans le prolongement du réaménagement des portefeuilles du début 1990. Cette rechute accompagne une véritable crise financière dont témoigne une montée des faillites qui est insolite au Japon et une extension considérable des créances douteuses et insuffisamment provisionnées. La troisième partie s'interrogera donc sur les répercussions économiques, tant nationales qu'internationales, de la crise financière. La question essentielle réside dans les effets durables. Va-t-on assister à un changement du régime du crédit avec des emprunteurs beaucoup plus circonspects et des prêteurs agissant selon des critères de performance transformés ?

## La libéralisation financière : un processus incomplet et fragilisant

La libéralisation financière au Japon, qui s'est poursuivie depuis le début des années 80, illustre la grande difficulté à conduire un changement structurel. Car un système financier a sa cohérence. Le transformer, c'est remettre en cause des conceptions fondamentales en matière de concurrence, de transparence, d'évaluation des performances, de contrôle prudentiel. Ni les autorités, ni les milieux financiers, ni d'ailleurs l'ensemble des agents économiques ne sont prêts à une réforme aussi radicale. La libéralisation s'est faite par fragments, en partie parce que le Japon était devenu un créancier international, en partie sous la pression américaine. Aussi des règles nouvelles ont-elles été incomplètement greffées sur des structures élaborées selon une logique toute différente. Cette hétérogénéité a créé un risque de système, alors que la sécurité avait été préservée jusque là malgré des taux d'endettement et des rythmes de crédit très élevés. Pour comprendre comment la fragilité financière s'est insinuée, il faut mettre en évidence la logique qui précédait la libéralisation partielle et identifier les effets de la déréglementation.

### Un système fondé sur la communauté d'intérêts

Depuis les travaux approfondis de Aoki sur l'organisation économique japonaise, on sait que les principes dominants concernant la coordination et l'incitation sont inversés par rapport à ceux qui sont en vigueur dans les économies anglo-saxonnes. D'un côté, celles-ci privilégient la coordination verticale par délégations successives de pouvoir selon la relation principal-agent ; le Japon adopte la coordination horizontale par des réseaux de coopération entre éléments d'un même ensemble, englobés dans des ensembles plus vastes. D'un autre côté, les économies anglo-saxonnes font confiance aux incitations horizontales, c'est-à-dire aux performances individualisées, à leur évaluation par des marchés, à la mobilité externe. Au contraire, le Japon favorise les incitations verticales, c'est-à-dire la loyauté au groupe, les promotions statutaires, la mobilité interne.

Ces propositions théoriques s'appliquent non seulement aux relations à l'intérieur des entreprises, mais aussi à l'organisation globale de l'économie, notamment aux relations entre la finance et les entreprises. La coordination horizontale a une forme intermédiaire souple : *le keiretsu*. Elle s'instrumentalise dans trois modalités pratiques : le réseau des participations croisées entre les entités autonomes du groupe, l'identification d'une banque principale, la formation de consortiums de crédit. Les incitations verticales se manifestent dans la priorité absolue de l'intégrité du groupe en cas de difficultés financières

majeures. La loyauté s'exprime par l'exclusion des faillites, la mobilité interne par les réorganisations dirigées, la solidarité par la fonction de prêteur en avant dernier ressort jouée par le keiretsu au bénéfice d'un de ses membres en situation délicate.

Le keiretsu est ainsi, dans le domaine financier, un mode d'organisation conforme à une philosophie sociale. *C'est le principe de la communauté d'intérêts qui est profondément étranger à l'idéal libéral de la concurrence parfaite.* Ce principe a su concilier sécurité et efficacité au service du développement de l'industrie.

Les caractéristiques institutionnelles du système financier, qui étaient compatibles avec le mode d'organisation représenté par le keiretsu, étaient les suivantes : séparation des marchés internes et externes par le contrôle de change ; taux d'intérêt administrés par le gouvernement ; faible diversité des instruments financiers et importance réduite des marchés ; cloisonnement des métiers de la finance et spécialisation des institutions financières.

Comme le montre T. Chevallier-Farat, utilisant notamment les travaux de Hodder et Tschögl ainsi que de Frankel et Montgomery, ces structures et ces principes entraînent des comportements et des performances spécifiques.

Le réseau des participations croisées rend les membres d'un keiretsu pratiquement invulnérables à des prises de contrôle hostiles. De plus, il n'y a guère d'actionnaires libres à courtiser parce qu'il n'y a qu'une minorité d'actions offertes sur le marché. Il s'ensuit que les dividendes peuvent être faibles et que les fonds propres n'ont pas besoin d'être élevés eu égard au montant des actifs contrôlés. C'est pourquoi la majeure partie des profits est retenue par les entreprises et les plus-values latentes peuvent être d'autant plus élevées que l'étroitesse de l'offre favorise des variations violentes des cours.

La solidarité financière dans le groupe a deux autres avantages : la stabilité des dépôts et la continuité de la relation de crédit. Ce sont deux aspects complémentaires parce que la constitution des balances compensatoires est la contre-partie de l'assurance tacite donnée aux emprunteurs que les lignes de crédit demeureront ouvertes. Cet engagement réciproque permet de limiter le risque de liquidité au passif des banques et de soutenir un taux d'endettement plus élevé que dans un marché concurrentiel pour un niveau donné de risque de crédit. Comme les taux d'intérêt étaient administrés, le risque de taux était inexistant et la concurrence pour les prêts était déplacée sur les conditions collatérales exigées des emprunteurs.

Ces comportements ont des conséquences tranchées sur le régime du crédit pour l'économie globale. Le faible niveau de risque et la rigidité des taux d'intérêt abaissaient les coûts d'intermédiation. La recherche du profit dépendait exclusivement du volume du crédit. L'incitation à innover dans les produits financiers était inexistante et l'expertise dans la tarification des risques n'avait pas d'objet.

Une autre conséquence spectaculaire de ce système se trouve dans le domaine prudentiel. Car la mutualisation des risques est impliquée par le principe de la communauté d'intérêts et incorporée dans les structures des keiretsu. Les externalités inhérentes au risque de système sont traitées par des méthodes qui seraient jugées plus que douteuses d'un point de vue occidental. On essaie, en effet, de promouvoir en occident une transparence de l'information, une supervision indépendante des intérêts des supervisés, des règles prudentielles suffisamment dissuasives pour contenir l'aléa moral. L'extension de tels principes, motivée par la globalisation financière, ne peut qu'être étrangère aux pratiques japonaises et heurter les solidarités établies.

Car la logique des groupes est l'opacité vis-à-vis de l'extérieur et la collusion entre superviseurs et supervisés. L'opacité est dans l'intérêt des membres du groupe pour pouvoir traiter les défaillances par des réorganisations internes sans déclarations de faillite. Cela peut entraîner pour les banques des engagements directs « excessifs » sur certains débiteurs, l'accumulation de créances dissimulant la fragilité financière de ces derniers. Cela peut entraîner aussi des engagements indirects, c'est-à-dire des participations à des prêts en avant dernier ressort à l'appui de réorganisations en faveur d'entreprises sur lesquelles les banques n'avaient pas d'engagements directs importants auparavant. Il s'ensuit que dans une situation de crise financière, les engagements totaux supportés par les banques sont inconnus, et par voie de conséquence l'estimation de leur propre fragilité financière. Cela est aggravé par des méthodes comptables qui autorisent à comptabiliser en revenus des intérêts débiteurs non payés pendant une période inférieure à un an et à ne pas constituer de provisions sur les créances douteuses, tant qu'elles n'ont pas été liquidées et que les collatéraux n'ont pas été vendus.

Quant à la supervision, elle respecte la segmentation des professions financières. Cette segmentation statutaire crée de puissants lobbies qui ont leurs interlocuteurs dans les départements correspondants du ministère des Finances. La supervision sert donc les intérêts des professions financières, pas du tout la protection des consommateurs. Il n'y a pas du tout d'éthique de marché, mais une négociation permanente pour trouver des compromis qui évitent des faillites. La contre-partie de cette pratique est évidemment la possibilité de conflits d'intérêts et de malversations financières à grande échelle. Ce fut le cas lorsque les grandes maisons de titres ont compensé les pertes en bourse de leurs clients privilégiés dans l'indifférence passive, sinon l'agrément tacite, du ministère des Finances.

## **Les effets de la libéralisation financière partielle**

Cette libéralisation a été amplifiée par les conditions macroéconomiques exceptionnelles que nous avons mentionnées en introduction. La bulle spéculative, l'appréciation du yen, la baisse des taux d'intérêt, ont été des facteurs qui ont réduit le coût du capital à un niveau négligeable au cours des années 1986 à

1989. Une telle distorsion des conditions de la rentabilité était propice à une expansion financière débridée. Celle-ci n'était autre que l'exacerbation de la recherche de la rentabilité par l'augmentation de la taille des bilans, dont on a montré que c'est un des traits structurels du système financier japonais. Loin de modifier cette logique, la libéralisation financière incomplète et échelonnée, qui a été introduite depuis 1980, en a encouragé les aspects les plus pernicioseux.

Au Japon l'ouverture extérieure a précédé la déréglementation interne. En décembre 1980 le contrôle des changes a été levé ; en mai 1984 l'accord nippo-américain a supprimé les restrictions sur la détention des titres étrangers par les investisseurs institutionnels japonais. La déréglementation interne a procédé par libération de taux d'intérêt : d'abord les taux pour les transactions entre institutions financières, puis les taux débiteurs pour les grandes entreprises, enfin une partie des taux créditeurs. Cette dernière réforme, sous la pression conjointe des gros déposants et du gouvernement américain, commença en 1984 et fut couplée avec l'autorisation d'offrir une gamme plus diversifiée d'instruments de placement porteurs d'une rémunération liée aux taux de marché. Mais le cloisonnement des institutions financières demeura intact à l'exception de deux changements survenus en 1989 : les banques mutuelles d'épargne (sogo banks) eurent le droit de devenir des banques commerciales ; ces dernières eurent le droit de négocier des contrats à terme sur obligations d'Etat pour le compte de leurs clients.

La déréglementation a pu détendre les liens entre les banques et les grandes entreprises. Elle a ouvert de nouveaux domaines au crédit. Ainsi le crédit à la consommation était-il très peu développé jusqu'au début des années 80. L'ouverture de nouveaux domaines au crédit, jointe à des coûts de financement très bas, allait être exploitée par un système financier qui n'avait changé ni ses modes d'organisation, ni ses critères de performance, ni ses principes de gestion.

Les organismes financiers ont continué à postuler qu'ils pouvaient encore gérer le risque comme auparavant. Les profits étaient recherchés sur de nouveaux terrains par l'expansion des volumes de crédit en écrasant les marges. L'accroissement des parts de marché à tout prix incitait à un comportement moutonnier qui avait l'avantage de réduire les coûts d'information.

Sur le terrain domestique, le crédit a soutenu l'appréciation des actifs immobiliers et boursiers. En 1988 et 1989, ce type de prêt dépassa la moitié des crédits nets nouveaux des city banks. Quant à l'expansion du bilan de ces banques, elle atteignit 80 % de 1986 à 1989. C'est ainsi que la profitabilité des banques est devenue de plus en plus dépendante de la hausse des prix sur les marchés spéculatifs. Plus importante était la part déréglementée de leurs ressources, plus élevés étaient les gains en capital sur leurs titres en portefeuille. Selon la Federation of Bankers Association, 42 % des profits des grandes banques commerciales provenaient des gains en capital au cours de l'année financière close le 31 mars 1989. Les participations croisées ont également joué un rôle dans la montée aberrante de la bourse après le krack international

d'octobre 1987 car ces participations comptaient pour 70 % de la capitalisation de la bourse de Tokyo. La stabilité du contrôle de propriété interdit le dessaisissement définitif de ces parts. Aussi, lorsque les banques voulaient enregistrer un profit par vente d'actions, elles devaient immédiatement racheter ces actions ; ceci faisait de la réalisation des gains en capital une pure fiction qui ne procurait aucune liquidité supplémentaire. Néanmoins ce jeu de vente et de rachat d'actions créait les fonds propres qui permettaient d'atteindre facilement le ratio de capitalisation. La valeur papier des actifs et le capital des banques s'accroissaient de concert.

Sur le terrain international, M. Kawai a bien mis en évidence les processus suivis par l'expansion du capital japonais à l'étranger. Les hausses conjointes des prix d'actifs au Japon et l'appréciation continue du yen entre 1986 et 1989 ont été des leviers puissants pour l'internationalisation des capitaux à long terme des grandes entreprises et des investisseurs institutionnels. Exploitant ce flux puissant, les banques ont pu s'imposer très vite dans un rôle d'intermédiation internationale. S'endettant à court terme sur le marché interbancaire mondial, les banques ont largement prêté en devises à leur clientèle japonaise.

Les deux modalités principales des flux de capitaux à long terme ont été l'accumulation de titres étrangers pour diversifier les portefeuilles et l'investissement direct des entreprises. L'ajustement patrimonial a été favorisé par l'écart persistant des taux d'intérêt au détriment des placements au Japon, au moment même où la libération financière permettait de tirer parti des écarts de rendement en achetant des titres du gouvernement américain. Une raison moins connue de l'acquisition de titres étrangers par les investisseurs institutionnels japonais a été la conversion des gains en capital en revenus distribuables. En effet, la hausse des prix d'actifs au Japon a donné aux investisseurs institutionnels l'occasion de faire d'énormes gains en capital. Or, selon l'article 86 de la loi des assurances, la distribution des gains en capital par les compagnies d'assurance-vie aux détenteurs des polices d'assurance est interdite pour des raisons prudentielles. Ces compagnies ont donc dû convertir leurs gains en flux de revenus pour offrir à leurs clients un rendement plus élevé. Les revenus les plus élevés étaient servis par les titres étrangers à hauts taux d'intérêts et distribution de dividendes généreuse (les titres canadiens, australiens, américains). Le risque lié à la dépréciation de ces devises à l'égard du yen était couvert par les plus-values sur les investissements domestiques. Un lien direct était ainsi créé entre l'appréciation des actifs japonais relativement aux actifs étrangers et le flux d'exportation de capitaux sous forme de titres à long terme. Quant à l'investissement direct des entreprises japonaises, il accompagnait la tendance des grandes entreprises japonaises, depuis le début des années 80, de mondialiser leurs activités. Mais à la fin des années 80, le rythme s'est grandement accéléré grâce aux conditions financières extrêmement propices qu'étaient l'appréciation du yen, la surliquidité des entreprises, les plus-values gigantesques sur leurs propriétés immobilières, le faible coût de financement permis par la valorisation extrême de leurs propres actions.

## La réforme du système financier japonais : un avenir marqué par la crise

La dynamique suivie par les institutions financières japonaises pour accroître leurs profits en élargissant continuellement leurs bilans, rendait leurs situation fragile. Car le risque n'était pas correctement tarifé opération par opération, ni couvert par diversification et usage intensif des marchés dérivés. La fragilité financière à la fin des années 80 provenait de la vulnérabilité des profits vis-à-vis d'un enchérissement ou d'une restriction de la liquidité. On a vu dans l'introduction que le rebond du dollar d'une part, l'apparition d'une inflation rampante au cours de l'année 1989 d'autre part, avaient convaincu la Banque du Japon de resserrer la politique monétaire. Au sommet de la spéculation financière et dans le nouveau contexte institutionnel déréglementé, la politique monétaire restrictive n'a pas eu pour seul effet de ralentir l'économie, comme c'était le cas à l'issue des épisodes antérieurs d'emballlement de l'accumulation du capital. La restriction monétaire a précipité la fragilité financière. Nous donnerons dans la troisième partie quelques indications quantitatives de cette fragilité pour en déduire les incidences macroéconomiques. Présentement nous sommes concernés par ses aspects qualitatifs qui influencent les conditions dans lesquelles se déroule le débat sur la poursuite de la réforme financière.

La détérioration des situations financières a été grande pour les banques, beaucoup plus que ne le prévoyait le ministère des Finances. Dans une bourse qui s'est effondrée depuis son pic de la fin 1989, les actions des banques ont été particulièrement affectées, au point qu'à la fin de l'été 1992 les grandes banques commerciales auraient pu se trouver dans l'incapacité de respecter le ratio minimal de fonds propres si le gouvernement n'avait finalement réagi. Les revenus bruts ont considérablement plongé et les cotations internationales se sont dégradées. Ces évolutions désastreuses ont été largement les fruits des conditions de l'expansion antérieure. La chute des marges d'intermédiation et l'évaporation des plus-values latentes rendent les coûts des ressources bancaires prohibitifs. C'est pourquoi le renouvellement des dettes devient difficile et onéreux. Des faillites de grande taille s'observent pour la première fois dans les sociétés immobilières et les entreprises de services ; ce qui lézarde la logique japonaise d'intériorisation des risques et détériore la qualité des portefeuilles bancaires. L'opacité du système financier japonais, qui rend impossible l'évaluation du montant des créances douteuses et de leur degré de provisionnement, pourrait devenir un handicap si l'étendue des scandales financiers contribue à délégitimer un système qui savait jusqu'alors traiter les crises en dissimulant ses maillons faibles. L'aléa moral pourrait alors prendre une forme particulièrement déstabilisante.

Dans une société d'adhésion collective, où l'on a cru depuis des décennies qu'aucune institution financière ne pouvait faire faillite, que tous les crédits étaient sains et tous les dépôts sûrs, la mise en doute de cette confiance peut provoquer un changement de mentalités. C'est pourquoi la situation actuelle peut être l'occasion de ne pas laisser la libéralisation financière dans des demi-

mesures. Mais on a montré à quel point la finance japonaise est régie par des principes qui sont inspirés par une conception de la cohésion sociale qui fait partie de l'identité nationale. Poursuivre la réforme pour éliminer les déficiences structurelles, tout en restant fidèle aux principes en vigueur de la régulation économique, est une tâche redoutable pour le législateur.

## Réformes structurelles et poursuite de la déréglementation

Préparée à partir de 1985 dans des commissions placées sous l'autorité du ministère des Finances, la réforme a abouti au dépôt d'un projet de loi au printemps 1992. La disparité des statuts des diverses catégories d'institutions financières, avec les droits acquis qui s'y attachent, s'est avérée être un obstacle insurmontable pour élaborer une réforme radicale. Ainsi le principe de la banque universelle a-t-il très vite été écarté du champ de la réforme. Il y a au Japon seize types d'institutions financières, les seize subsisteront. La tutelle des activités financières demeurera éclatée entre différents bureaux qui continueront à donner les agréments pour créer de nouveaux établissements selon leurs critères propres.

Cependant deux réformes structurelles sont présentées comme révolutionnaires par le ministère des Finances. Ces dispositions assouplissent légèrement la segmentation des professions financières. La première est la possibilité de fusion entre les banques commerciales et les banques spécialisées. La seconde est l'autorisation pour une institution d'un certain statut d'entrer dans les activités de la compétence d'un autre statut, en créant une filiale à participation partielle ou contrôlée à cent pour cent. Ces deux réformes visent à résorber la surcapacité que l'expansion des années 80 a bâtie dans le système financier japonais et à intensifier la concurrence pour que les établissements soient plus soucieux de leur rentabilité. Ces réformes sont complétées par la poursuite de la déréglementation des prix des instruments financiers.

Lorsqu'une banque commerciale fusionnera avec une banque spécialisée, la nouvelle entité pourra retenir certains avantages de la banque spécialisée. Ainsi, par exemple, les trois banques de crédit à long terme pourront opter pour un statut de banque commerciale ou être absorbées par une banque commerciale, sans perdre le droit, au moins à titre transitoire, d'émettre des bons négociables à moyen terme (*debentures*). Cependant, en dehors de privilèges hérités dont le maintien ou la suppression seront négociés, les nouvelles entités seront traitées comme des banques commerciales.

Cette réforme procède d'un encouragement à la concentration. Le ministère des Finances et la Banque du Japon ne sont pas en désaccord sur ce point. Le gouvernement apportera une assistance financière à certaines des fusions, par l'intermédiaire de la Deposit Insurance Corporation, pour favoriser l'absorption des banques mutuelles d'épargne (*sogo banks*) et d'autres établissements spécialisés dans le crédit aux petites entreprises. Il s'agit d'opérations de consolidation de banques très endettées qui ont été mises en difficulté par le durcissement des conditions du crédit.

Beaucoup plus épineux est le conflit entre les banques commerciales et le système d'épargne postale. Les banques commerciales exercent toutes ensemble leur influence pour endiguer la concurrence de la poste. Cependant la puissance du système postal est colossale : plus de 40 % de l'épargne des ménages y est déposé. Ces comptes d'épargne sont une source de financement indispensable pour le budget d'investissement de l'Etat. Enfin le ministère des Finances doit tenir compte du poids que représente le ministère des Postes et Télécommunications au sein de l'administration. En défendant les intérêts du système d'épargne postale, celui-ci se donne le beau rôle de promouvoir la concurrence pour l'utilisation de l'épargne individuelle.

La séparation des métiers bancaires et non bancaires, l'autre volet de la réforme structurelle, est régie par l'article 65 de la loi boursière. C'est l'éclatement de la bulle spéculative et la récession financière qui ont conféré une urgence à cette question. Car les banques et les maisons de titres, qui s'étaient chacune de leur côté lancées dans une expansion forcenée, se retrouvent avec des surcapacités considérables et devant l'impérieuse nécessité de trouver des activités rentables. Les banques commerciales, sous la double contrainte de la capitalisation et de l'accroissement des marges, voudraient donner un élan à leurs profits grâce aux commissions perçues sur les services de banque d'affaires. Les maisons de titres, secouées par la chute de la bourse, sont intéressées par certaines fonctions bancaires comme les transactions de change.

Le projet de loi prévoit de conserver l'article 65 mais de permettre aux institutions financières d'entreprendre des activités interdites jusque là en créant des filiales qu'elles pourront contrôler à cent pour cent. L'esprit de la réforme est donc de conserver les barrières fonctionnelles entre les métiers de la finance, tout en rendant possible la concurrence entre banques et maisons de titres. Pour ce faire, les nouvelles filiales devraient être soumises à la réglementation en vigueur dans le type d'activités qu'elles pénètrent. Mais la négociation entre les différents lobbies, appuyés par leurs organismes de supervision respectifs, est loin d'aboutir à l'application générale du principe d'égalité de traitement. Les exceptions et dispositions particulières se sont multipliées.

Ainsi les maisons de titres ne veulent pas que les nouvelles filiales des banques soient autorisées à jouer le rôle d'intermédiaires de marché (courtage sur actions, contre-partistes, arbitrage entre marchés sous-jacents et marchés dérivés, etc...). Ces nouvelles filiales devraient être cantonnées, pour un temps indéterminé, dans le placement d'émissions nouvelles sur les marchés primaires. Les maisons de titres craignent que les nouvelles filiales puissent utiliser la base de dépôts des banques pour subventionner les services associés à des transactions sur les marchés secondaires. Aussi, le projet de loi va-t-il dans ce sens en prescrivant des cloisons étanches entre maisons mères bancaires et filiales titres qui ne seront autorisées à traiter entre elles qu'aux conditions du marché.

Dans le domaine de la déréglementation, il est prévu de libérer les taux d'intérêt créditeurs des banques sur les comptes à vue d'un montant supérieur à l'équivalent de 1500 dollars (taux d'intérêt fixé à 50 % du taux moyen sur les

gros dépôts à trois mois) avec retraits libres sans coûts tant qu'ils sont couverts. Il est également prévu de rémunérer des dépôts d'un montant minimum équivalent à trois mille dollars (taux d'intérêt fixé à 60 % du taux moyen sur les gros dépôts à trois mois) avec autorisation de six retraits par mois sans coût. Les taux d'intérêt sur ces deux catégories de dépôts seraient réajustés le premier lundi de chaque mois et ne pourraient jamais descendre en dessous du taux servi sur un compte d'épargne postale majoré de 0,3 %. Cette réforme sera sans doute étalée jusqu'en 1994 pour résoudre deux obstacles : l'incidence sur les établissements financièrement fragiles de l'augmentation importante du coût de leurs ressources ; la manière d'inclure le système de l'épargne postale pour éviter les distorsions de concurrence.

On envisage aussi de supprimer les commissions fixes des courtiers pour acheminer les ordres en bourse de leurs clients, au moins pour les grosses transactions. On pourrait enfin faciliter l'obtention d'une licence de courtier en actions pour réduire les barrières à l'entrée dans cette profession et décourager les traitements privilégiés offerts par les courtiers à leurs gros clients.

## **La persistance probable des déficiences structurelles**

En dépit de la durée de sa gestation, la réforme financière japonaise ne paraît pas à la hauteur des défis de la globalisation. On a montré comment le système financier japonais était un atout dans une économie corporatiste, tournée vers le rattrapage de l'occident. Grâce à de multiples protections qui garantissait ses profits, ce système a efficacement servi le financement de la croissance.

Mais le Japon est devenu une puissance financière mondiale. Son ouverture est une nécessité au sein d'une finance globale qui obéit à des règles différentes. Redoutable est la question de l'hétérogénéité tolérable entre les principaux pôles d'un même espace financier mondial. Car une diversité allant jusqu'à des principes contraires peut être source de divergences d'objectifs et de conflits d'intérêts qui, en entretenant l'instabilité des taux de change par exemple, perturbent la régulation économique. Or le projet de loi déposé par le gouvernement japonais ne réduit pas l'hétérogénéité des principes par rapport à l'occident. Au delà de l'élimination des surcapacités, les questions de fond ne sont pas abordées.

La première de ces questions concerne le contrôle prudentiel. Dans un système ouvert, la finance est devenue une activité autonome qui doit produire sa rentabilité. Le profit n'étant plus garanti par l'environnement institutionnel, le système de prix des actifs financiers doit exprimer la structure des risques. Cela implique la transparence de l'information, des organismes de supervision indépendants des intérêts des supervisés, dotés de moyens d'investigation puissants et coordonnés entre eux, une réglementation prudentielle sévère pour combattre l'aléa moral. Or la réforme financière ne paraît pas s'engager dans la voie de la transparence et de l'équité. Les oppositions sont tenaces. Un exemple significatif a été la controverse pour établir une commission de surveillance des

opérations boursières qui soit indépendante du ministère des Finances. Cette indépendance a finalement été reconnue. Mais la dite commission n'aura aucun moyen propre d'investigation ; elle devra statuer à partir des dossiers établis par le département spécialisé du ministère.

Le contrôle prudentiel est lui-même un aspect instrumental de la question plus fondamentale des structures capables de concilier la concurrence et la sécurité financière. Vraisemblablement le passage de la crise, puis celui de la réforme, laissera intact le modèle du keiretsu, c'est-à-dire l'entrecroisement des liens financiers qui cristallisent des nœuds d'intérêts mutuels. Lorsque le principe de la banque universelle est rejeté, la concentration conglomerale n'est guère évitable. Lorsque les structures conglomerales se moulent dans une légitimité non concurrentielle de communauté d'intérêts, elles s'accommodent mal des règles d'efficience de marché. Par leur taille et leur solidarité financière interne, les conglomerats renferment des risques à caractère systémique que les incidents récents sur la scène internationale ont mis en pleine lumière. L'établissement de règles internationales soumettant les groupes financiers à une loi commune est une œuvre de longue haleine qui est à peine amorcée.

Il ne semble donc pas que l'on puisse attendre un changement structurel majeur d'une réforme institutionnelle. Cependant le système japonais est ouvert au changement lent des comportements. Le difficile ajustement en cours peut en être l'occasion. La crise financière, éprouvée depuis 1990 et aggravée en 1992, peut exercer une pédagogie qui permettra au Japon d'occuper une place plus stable dans les relations financières internationales. Dans cette réorganisation, le niveau élevé de l'épargne, qui est lié à la constitution de fonds de retraite très importants, est un atout essentiel du système financier japonais. Car ces fonds donnent une assise solide aux grands investisseurs institutionnels et leurs détenteurs ultimes souhaitent des rendements à long terme stables. Pour satisfaire cette demande, les placements de ces fonds doivent pouvoir être diversifiés dans des conditions moins chaotiques que celles des années 80. L'investissement à long terme d'une part croissante de ces fonds à l'étranger implique une intégration plus étroite de la finance japonaise dans l'économie mondiale. L'entrée en force du capital japonais dans la structure de propriété des autres pays devrait, en retour, ouvrir le système clos de la propriété des groupes japonais.

## **Les ajustements financiers et les répercussions macroéconomiques**

La consolidation financière contient des facteurs récessifs qui concernent à la fois l'offre et la demande de crédit. Les ajustements de la demande de crédit dépendent de la perception du surendettement antérieur, des réserves liquides dont disposent les emprunteurs, de leur aptitude à trouver des financements de

substitution au crédit bancaire. De son côté, l'offre de crédit est affectée par la chute des marges d'intermédiation, par l'effritement des revenus des services financiers, par la détérioration de la qualité des créances, par le plongeon des valeurs boursières. L'augmentation des risques et la contrainte de fonds propres s'ajoutent pour faire du Japon un pays où pourrait s'appliquer l'hypothèse du « credit crunch ».

En 1992, la récession financière ne peut être niée. Elle a conduit le gouvernement à réviser à la baisse son hypothèse trop optimiste d'augmentation de l'activité économique. Au-delà de son impact direct sur le profil de la conjoncture économique, on doit se demander si l'ajustement financier va avoir une influence durable sur les comportements. Un nouveau régime du crédit, moins tolérant à l'égard de l'endettement et plus exigeant vis-à-vis du risque, pourrait s'installer à l'occasion de la restructuration financière. Il aurait un impact sur le financement interne, mais aussi sur les relations financières internationales du Japon.

### Ajustements de l'offre et de la demande de crédit

A cause de l'opacité propre au système japonais, le montant des créances douteuses n'est pas connu. Devant la montée de l'inquiétude, le ministère des Finances a promis d'en donner une estimation exhaustive pour les vingt et une principales banques. Cette estimation demeurera néanmoins imparfaite à cause des engagements indirects qui sont par nature impossibles à évaluer à priori.

Car la plus grande fragilité vient des non-banques qui sont les institutions les plus engagées dans les opérations spéculatives. Selon le ministère des Finances, les créances des trois cents établissements de crédit non bancaires s'élevaient à un montant équivalent à 515 milliards de dollars au 30 septembre 1991. La maison de titres Jardine Fleming Securities estimait que 230 milliards de dollars de ces créances étaient douteux et 55 milliards irrécupérables.

L'ampleur du désastre subi par les non-banques entraîne les banques vers la chute. Malgré les solidarités financières internes des keiretsu, la faillite d'une banque importante ne peut plus être écartée, d'autant que les dépôts de bilan des entreprises montent aussi en flèche. En 1991, le montant des défauts de paiements dans les sociétés immobilières et les entreprises de service avait atteint 60 milliards de dollars, soit quatre fois plus qu'en 1990 et deux fois plus que le précédent record en 1985. Nul doute que l'année 1992 sera encore beaucoup plus mauvaise.

En attendant les chiffres officiels du ministère des Finances, des estimations officieuses des créances douteuses des banques circulent dans la presse japonaise. Cependant ces chiffres sont difficiles à interpréter parce que ni les sources, ni les bases de calcul ne sont mentionnées. L'enveloppe des créances douteuses des banques, à la fin de 1991, aurait été d'environ 80 milliards de dollars, moitié sur créances domestiques et moitié sur créances étrangères ; ce qui ferait environ

le double des provisions. Ces dernières étant très insuffisantes, la fragilité des banques dépend du rapport entre la valeur des créances douteuses et le montant des plus-values latentes, donc directement de l'évolution de la bourse. Tant que l'indice Nikkei oscillait au dessus de 20 000, les milieux financiers s'accordaient à penser que la situation des grandes banques commerciales demeurait saine. Bien que nul ne connaisse précisément le seuil en-dessous duquel des problèmes de solvabilité apparaîtraient, la chute de l'indice à 15 000 crée une situation préoccupante. Il paraît probable qu'à ce niveau plusieurs banques importantes seront incapables d'atteindre le ratio Cooke lors de son entrée en vigueur en mars 1993. On comprend pourquoi, dans ces conditions, le gouvernement prépare une opération de prêt en dernier ressort de grande envergure. Le ministère des Finances envisagerait, en effet, de racheter aux banques des garanties foncières pour leur fournir des liquidités. Cette opération pourrait atteindre l'équivalent de 20 milliards de dollars.

Même si les inquiétudes sur la solvabilité des banques ne se réalise pas, il est sûr qu'elles doivent modifier profondément leurs objectifs en donnant la priorité à la consolidation de leurs bilans. Dès l'année 1991, la réponse des banques a été énergique. D'après les chiffres publiés par la Banque du Japon, le total des bilans de l'ensemble des banques (toutes catégories confondues) a diminué de 1,7 % et les dépôts collectés de 2,5 %. Leur revenu brut a baissé de 20 % malgré la sous-affectation des provisions. L'impossibilité d'émettre de nouveaux fonds propres sur le marché boursier les a conduites à émettre des dettes subordonnées. Toutefois cette consolidation du passif ne peut éviter une révision drastique de leur politique de crédit.

Les crédits immobiliers ont été les premiers à être coupés. La progression a été de 2,5 % en 1991 contre 25 % par an pendant les quatre années précédentes. Les concours aux non-banques ont été également supprimés au-delà des solidarités financières obligatoires. Les crédits aux entreprises industrielles redeviennent plus attractifs pour les banques. A l'intérieur même du crédit aux entreprises, les banques modifient leur comportement. D'un régime d'expansion des volumes à marges écrasées et coût du financement des crédits bon marché, elles passent à un régime de reconstitution des marges unitaires avec une sélection rigoureuse des emprunteurs et un coût des ressources renchéri.

Pour sélectionner les bons emprunteurs, les banques se tournent vers les PME. Celles-ci donnent des marges intéressantes et ne peuvent pas obtenir des financements de substitution sous forme d'obligations ou de papier commercial. En quatre ans, la part des prêts aux PME dans le total des crédits bancaires aux entreprises a augmenté de 67 % à 78 %.

Cette restructuration du crédit bancaire est sans doute durable. Le ralentissement de l'offre de crédit en est la conséquence. La demande de crédit devra s'adapter aux nouvelles conditions de l'offre, après que les agents économiques aient eux-mêmes effacé les traces des excès du passé.

Au cœur de la bulle spéculative, le secteur immobilier est le plus touché par la récession financière. Si la chute du marché foncier est freinée par les rachats de garantie décidés par le gouvernement, les prix des terrains demeureront beaucoup trop élevés pour l'accession à la propriété des ménages salariés en zone urbaine. C'est le volume des transactions liées à la construction neuve qui sera durablement affecté.

L'investissement productif souffre d'un surinvestissement accumulé pendant les années où le financement avait un coût négligeable. Au cours des années 1986 à 1990, la contribution des investissements productifs à la croissance du PNB a atteint le chiffre stupéfiant pour un pays développé de 45 %. Il est donc raisonnable que la consolidation financière se traduise par un coup de frein énergétique à la progression des investissements. L'incertitude sur l'ampleur de cet ajustement est d'ailleurs le principal doute sur la profondeur et la durée de la récession japonaise.

Les investissements de capacité étaient les plus directement liés à l'aisance des conditions de financement et à l'augmentation de la demande intérieure entraînée par les effets de richesse. Ils sont les plus sérieusement touchés par le renversement de ces deux déterminants. Mais les deux autres catégories d'investissement devraient amortir la chute, à condition toutefois que la situation financière des entreprises ne se détériore pas trop. Ce sont les investissements de rationalisation qui sont destinés à économiser la main-d'œuvre pour s'adapter à un marché du travail structurellement tendu. Ce sont aussi les investissements d'innovation qui répondent à des stratégies à long terme.

Une enquête a été réalisée par le journal Nikkei auprès de 1 200 entreprises ; une autre a été faite par la Nippon Credit Bank auprès de 1 600 entreprises au début de 1992. Ces enquêtes semblent indiquer que l'ajustement à la baisse est plus fort et l'effet amortisseur moins important qu'on ne l'envisageait auparavant. L'investissement productif devrait baisser et pas seulement se ralentir. La fourchette de cette baisse va de 1 % à 4,5 % selon les enquêtes. C'est le secteur manufacturier qui en serait responsable avec une baisse pouvant aller jusqu'à 9 % au cours de la période avril 1992-mars 1993. Les secteurs qui sont les fers de lance de la compétitivité japonaise subiraient les ajustements les plus sévères : -16 % dans les composants électroniques, -25 % dans la machine-outil, -7 % dans l'automobile. La sidérurgie et le papier-carton sont en surcapacité et devraient s'engager dans une réduction des dépenses d'investissement plus lente mais plus longue.

Certes les anticipations pessimistes de demande sont un élément important d'un cycle d'investissement habituel. Mais la dégradation des conditions financières donne à ce cycle un profil particulièrement accusé. Les entreprises subissent la dégradation de leur liquidité en sus d'un crédit plus onéreux. Elles doivent, en effet, rembourser les obligations convertibles émises aux temps fastes de l'euphorie boursière. C'est une contrainte financière non anticipée qui provoque une révision en baisse des projets d'investissement plus importante que prévu.

## Les répercussions internationales

On peut distinguer trois types de répercussions. En premier lieu, la consolidation financière des agents économiques japonais entraîne une restructuration complète des mouvements internationaux de capitaux dans la balance des paiements du Japon. En second lieu, la récession financière au Japon, par son incidence sur la demande réelle, agrandit l'excédent de la balance commerciale et exerce une pression haussière sur le cours du yen. En troisième lieu, le nouveau régime du crédit se manifeste aussi vis-à-vis des non-résidents. L'offre de crédit internationale en est affectée ; ce qui contribue à maintenir les taux d'intérêt à long terme à des niveaux élevés dans l'économie mondiale.

Les ajustements concernent tous les postes importants de la balance des capitaux (tableau 1). Deux retournements de tendance ont été spectaculaires au cours de l'année 1991 : l'inversion des flux nets de capitaux longs due surtout aux opérations sur titres ; le retrait sensible des banques japonaises de leurs opérations d'intermédiation internationale qui les conduisaient à emprunter court à l'étranger et à prêter long dans la décennie 80.

TABLEAU 1

### La balance des paiements du Japon de 1987 à 1991

En milliards de dollars

	1987	1988	1989	1990	1991
<i>Balance courante</i>	87,0	79,6	57,2	35,8	72,9
dont balance commerciale	(96,4)	(95,0)	(76,9)	(63,5)	(103,0)
<i>Balance des capitaux à long terme</i>	- 136,5	- 130,9	- 89,2	- 43,6	37,0
dont investissements directs	(- 18,3)	(- 34,7)	(- 45,2)	(- 46,3)	(- 29,4)
investissements de portefeuille	(- 93,8)	(- 66,6)	(- 28,0)	(- 5,0)	(+ 41,0)
<i>Balance des capitaux à court terme</i>	95,7	64,0	29,4	7,8	- 119,2
dont privés non bancaires	(23,9)	(19,5)	(20,8)	(21,4)	(- 25,8)
banques commerciales	(71,8)	(44,5)	(8,6)	(- 13,6)	(- 93,4)
<i>Erreurs et omissions</i>	- 3,9	2,8	- 22,0	- 20,9	- 7,8
<i>Balance des règlements officiels</i>	- 42,2	- 15,5	24,7	20,9	17,1
dont variation des réserves de change	(- 39,2)	(- 16,2)	(12,8)	(7,8)	(8,1)

Source : Banque du Japon.

L'inversion des flux de capitaux longs prolonge les réactions à la baisse des prix d'actifs qui se produisent à l'intérieur de l'économie japonaise. Ainsi les investissements directs à l'étranger subissent-ils le contre-coup de l'expansion exceptionnelle des années 1989 et 1990 (repli à moins de 30 milliards de dollars

d'exportations nettes en 1991 contre 46 milliards l'année précédente). Ce contre-coup affecte surtout les investissements aux Etats-Unis dans l'immobilier et les services. Cependant la rareté de la main-d'œuvre au Japon et la hausse tendancielle probable du yen devraient garantir la poursuite d'un courant élevé d'investissements directs à l'étranger. En relation étroite avec le redéploiement de l'excédent commercial japonais sur l'Asie du Sud-Est et sur l'Europe, il faut s'attendre à une modification de la composition des investissements directs, la part des Etats-Unis pouvant redescendre en deçà de 50 % du total.

Les opérations sur titres ont été particulièrement affectées par le changement radical du climat financier au Japon. Le flux net dans la balance des paiements est passé d'une sortie de capitaux de près de 67 milliards de dollars en 1988 et 28 milliards en 1989 à une entrée de capitaux de 41 milliards en 1991.

Ce renversement s'est produit à cause des émissions euro-obligataires très importantes effectuées par les grandes entreprises pour refinancer les dettes passées arrivées à échéance et pour pallier la contraction des marchés japonais, tant pour les obligations que pour les actions. En même temps, les résidents ont soutenu les marchés financiers japonais à plusieurs reprises au cours de l'année 1991. Car la hausse des taux d'intérêt et la baisse des cours des actions pendant l'année 1990 avaient rendu ces marchés attractifs. En revanche, la fin des liquidités abondantes à cause de la politique monétaire restrictive, le rapprochement des rendements entre actifs japonais et étrangers, la perspective d'une appréciation du yen, ont réduit les achats de titres étrangers par les investisseurs institutionnels japonais.

Les ajustements opérés par les banques ont été plus violents. L'endettement international à court terme des banques japonaises a drastiquement diminué. La variation de la position monétaire extérieure des banques commerciales est passée de 72 milliards de dollars en 1987 à 9 milliards en 1989 et à -93 milliards en 1991. La montée des créances douteuses et le besoin de reconstituer des fonds propres affectés par les moins-values boursières en sont les raisons principales.

Le résultat de ces ajustements est une restructuration complète des opérations en capital de la balance des paiements. Jusqu'en 1990, le Japon présentait une balance des capitaux longs plus exportatrice que l'excédent courant, la différence étant financée par un endettement bancaire considérable. En 1991, la totalité de l'excédent courant et une partie des importations nettes de capitaux longs absorbent le désendettement bancaire. L'intermédiation bancaire agressive, entièrement tendue vers l'expansion des parts de marché, est certainement un phénomène du passé. Dans les années à venir, on peut s'attendre à un retour vers la neutralité de la position monétaire extérieure des banques commerciales, une fois leurs bilans assainis. C'est le rétablissement de l'exportation nette de capitaux longs et son ampleur qui sont inconnus.

On a raisonné ci-dessus à balance courante donnée. Mais la diminution de la croissance de l'absorption interne, à cause surtout de la baisse de l'investissement des entreprises, entraîne une très forte augmentation de l'excédent commercial. De 1990 à 1991, les exportations ont bondi de 26 milliards de

dollars et les importations ont chuté, de sorte que la balance commerciale a dépassé 100 milliards de dollars d'excédents. L'excédent courant a doublé d'une année sur l'autre, passant de 36 à 72 milliards de dollars.

Sur ce renforcement de la balance commerciale, soutenu par la faible activité économique interne et la sous-évaluation du yen, se greffe un changement de structure. Les exportations en direction de l'Europe sont stimulées par les implantations des entreprises japonaises en prévision du marché unique. Les exportations vers la zone asiatique se développent dans les biens d'équipement au fur et à mesure que les pays de la zone améliorent la qualité de leur spécialisation, diversifiant leurs marchés intérieurs et leurs échanges réciproques. Ainsi, de 1990 à 1991, l'excédent japonais sur les Etats-Unis a-t-il stagné. Il a augmenté, au contraire, de 9 milliards de dollars sur la CEE et de 9,5 milliards sur l'Asie du Sud-Est.

Cette évolution de la balance commerciale ne devrait pas être sans influence sur le yen. Depuis 1985, les facteurs fondamentaux de la compétitivité ont été dominés par les influences financières. On a signalé l'Endaka en introduction, sous la prépondérance de la valorisation spéculative des actifs japonais. Ensuite, le retournement du yen a entraîné sa sous-évaluation. La grande différence des taux d'intérêt vis-à-vis de l'Europe et les inquiétudes sur la stabilité du système financier japonais dominent les déterminants réels du taux de change. On peut cependant penser que ceux-ci vont finir par prendre le dessus. Car traditionnellement, l'augmentation de l'excédent courant a une incidence sur la hausse du yen dix-huit à vingt-quatre mois plus tard.

La dernière question, plus délicate, est l'incidence de la restructuration financière japonaise sur les marchés internationaux de capitaux. On peut penser qu'elle existe si l'intermédiation financière internationale des banques japonaises n'a pas trouvé de substituts parfaits, à cause notamment des difficultés rencontrées par les banques américaines. Car le principal pourvoyeur d'épargne à long terme devient un créancier moins accommodant à cause des nécessités de la consolidation et des nouveaux comportements des offreurs de crédit. Cela veut dire que la diversification de l'épargne japonaise sera moins sensible qu'auparavant à une différence donnée des taux d'intérêt. Comme les comportements d'épargne occidentaux révèlent une préférence pour le présent plus grande que celle des japonais, il n'y a pas de substitution parfaite entre les habitats des différentes catégories d'épargnants qui contribuent à la formation des portefeuilles internationaux. A besoin de financement donné de l'ensemble des pays débiteurs, les difficultés du système financier japonais doivent se traduire, si ces hypothèses sont correctes, par une pression haussière sur les taux d'intérêt mondiaux à long terme. Les deux caractéristiques que sont un yen sous-évalué et des taux d'intérêt à long terme trop élevés sont néfastes pour l'économie mondiale et particulièrement pour l'Europe dans la phase de préparation de l'union économique et monétaire.

La sous-évaluation du yen est une question d'intérêt commun. La coresponsabilité des autorités monétaires à l'égard du triangle des taux de change dollar-écu-yen a été épisodique jusqu'ici. Mais le poids financier du Japon, comme la

cohérence plus large et plus exigeante du SME, accroissent les coûts d'une distorsion des taux de change. Dans un système monétaire international qui devient tripolaire, la coresponsabilité doit elle-même devenir permanente.

Enfin la présente étude a montré que l'ouverture du système financier japonais reste à faire. L'Europe doit appuyer les pressions américaines dans ce sens, car ce peut être un facteur de baisse des taux d'intérêt à long terme.

### Références

- Aoki M., 1988, *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press.
- Artus P. et Dupuy. C., 1991, *flux financiers du Japon : la rupture de 1990*, service des études économiques et financières, Caisse des dépôts et consignations, mars.
- Chevallier-Farat T., 1992, *les particularités de l'intermédiation bancaire japonaise*, communication à la 9<sup>e</sup> conférence d'Economie monétaire et bancaire, Nantes, juin.
- Duser J., 1990, *International Strategies of Japanese Banks : the European Perspectives*, E. Von Pfeil ed, Mac Millan.
- Economist (the), 1990, *A Survey of Japanese Finance*, décembre.
- Frankel A. et Montgomery J., 1991, « Financial Structure : an International Perspective », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- Fukao M., 1990, « Liberalization of Japan's Foreign Exchange Controls and Structural Changes in the Balance of Payments », *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 8, septembre.
- Hodder J. et Tschögl A., 1985, « Some Aspects of Japanese Corporate Finance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 20, n° 2, juin.
- Hoshi T., Kashyap A. et Scharfstein D., 1991, « Bank Monitoring and Investment : Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships », *NBER Working Paper* n° 3079.
- Japan Economic Institute of America, 1992, *Japanese Financial Markets Face Major Changes*, Report n° 8 A, février.
- Kawai M., 1992, *Japan as a Creditor Country : Causes and Implications*, communication à la 9<sup>e</sup> conférence d'Economie monétaire et bancaire, Nantes, juin.
- Nakatani I., 1984, « The Economic Role of Financial Grouping », in Aoki ed, *the Economic Analysis of the Japanese Firm*, Elsevier Sc. Publisher.
- Okumura A., 1990, *Recent Distorsions in Japan's Financial Mechanisms and an Outlook for the Japanese Economy*, Communication for Nomura's Capital Perspectives Conference, Londres, novembre.
- Osugi K., 1990, « Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984 in an International Perspective », *BIS Economic Papers*, n° 26, janvier.
- Suzuki Y., 1992, *The Japanese Financial System*, Clarendon Press, Oxford.
- Tavlas G. et Yuzuru O., 1992, « The Internationalization of Currencies : an Appraisal of the Japanese Yen », *IMF Occasional Papers*, n° 90, janvier.
- Wang Y. et Nicolai J.P., 1991, *La situation des grandes banques japonaises à la fin de 1990 : une première analyse descriptive*, service des études économiques et financières, Caisse des dépôts et consignation, mars.

