

« Forum des Economistes Franco-Japonais »

Compte rendu de la réunion

« La situation du système financier japonais »

introduite par **Monsieur Keiichi MIYATA, Délégué général de la Banque du Japon**

vendredi 29 octobre 2004 de 9 heures 30 à 11 heures 30.

EVELYNE DOURILLE-FEER rappelle que l'orateur, **KEIICHI MIYATA** est actuellement Délégué général de la Banque du Japon à Paris et qu'il a déjà été un membre actif du Forum en 1998, lors de son précédent poste à Paris. Avant son intervention, centrée sur la situation du système financier japonais, elle souhaite fournir quelques éléments de cadrage historique.

De la fin de la deuxième guerre mondiale à la décennie 1970, la philosophie du système financier japonais a été celle d'un « système développeur » où l'allocation des ressources dépendait plus des politiques publiques que des forces du marché. A titre d'exemple, le contrôle des changes a longtemps permis l'isolement du crédit et du marché des capitaux japonais.

Jusqu'à sa réforme, le système financier japonais avait *cinq caractéristiques majeures*. Tout d'abord, on y observait un *strict cloisonnement des activités* de banque, d'émission et de courtage de titres et, enfin, des activités d'assurances, les assurances vie et non-vie étant elles-mêmes séparées par une cloison étanche. En second lieu, *le poids de la tutelle administrative était particulièrement important*, le Ministère des finances contrôlant l'ensemble du système financier. Même la Banque centrale - la Banque du Japon – éprouvait des difficultés à suivre une politique indépendante. En troisième lieu, *le volume d'épargne était très élevé* grâce à la forte épargne des ménages. Il était canalisé vers des institutions financières privées, mais également de très puissantes institutions financières publiques, notamment les caisses d'épargne postales. En quatrième lieu, en dépit de la puissance économique atteinte par le Japon, on constatait *un relatif isolement de la place financière de Tokyo par rapport au système financier international*. Enfin, une politique de bas taux d'intérêts ainsi que des réglementations restrictives avaient conduit à *un faible développement de la bourse*. Si bien que le *financement indirect, via l'intermédiation bancaire*, était dominant. Entre 1965 et 1979, les crédits bancaires représentaient environ 80% de l'endettement des entreprises listées dans le premier marché de la bourse de Tokyo.

Toutefois, le développement rapide de l'économie et l'insertion internationale croissante du Japon ont contraint le système financier à se réformer, d'autant plus que les pressions extérieures pour pénétrer le marché japonais s'accroissaient.

Après le premier choc pétrolier, les pouvoirs publics ont d'abord choisi un processus de réformes graduelles, enclenché par secteur et par étape. La vente des obligations d'Etat a été l'un des objets de la première série de déréglementations. Durant les années 1980, le processus de déréglementation s'est accéléré. Tour à tour, on a assisté à la levée partielle du contrôle des changes (1980), à la mise en place du « Comité Yen-dollar » au sein duquel les Etats-Unis ont exigé un calendrier précis de réformes. En 1985, les taux d'intérêts sur les

dépôts importants ont été libéralisés parallèlement à des mesures favorables au développement du marché boursier.

L'éclatement des bulles spéculatives boursière et immobilière ont mis en difficulté différentes catégories d'établissements financiers, d'autant plus fragilisés que leurs actifs étaient adossés à des garanties immobilières et que le développement du marché boursier les avait privés des clients les plus solides - les grandes entreprises -. Dans le but de maintenir leur volume d'affaires, les banques se sont tournées vers des clients plus fragiles – les PME et les sociétés immobilières. Dès lors, avec la multiplication des faillites, les créances douteuses s'accumulèrent.

Les réformes graduelles ayant montré leur limite, il fut décidé de procéder à une réforme de type « Big bang », c'est à dire brutale. Cette réforme, élaborée sous le gouvernement du Premier Ministre Hashimoto, fut appliquée à partir de 1998.

Le « *Big Bang* » reposait sur trois piliers. Le marché financier doit être « libéral » (*free*), transparent (*fair*) et international (*global*). Les mesures prises sont allées dans le sens de l'élargissement de la gamme de produits offerts à la clientèle, de la déréglementation des produits financiers existants, de l'ouverture avec la levée totale du contrôle des changes, de l'autonomie de la Banque centrale, du renforcement de la surveillance des institutions par le biais de contrôles externes et de la réforme du système comptable des entreprises (valorisation des actifs au coût du marché et non au coût d'acquisition).

Bien que le calendrier des réformes (achèvement initialement prévu en 2001) ait pris du retard, le « *Big Bang* » a remodelé le paysage financier nippon et c'est dans ce contexte que le système financier a dû gérer la crise des années 1990. Où en est - il actuellement?

KEIICHI MIYATA précise que sa présentation reflète ses opinions personnelles et non la position officielle de la Banque du Japon. Celle-ci s'ordonnera en trois parties : les sources du problème des créances douteuses au Japon, les deux solutions possibles pour y remédier et la politique de la Banque du Japon et, enfin, l'amélioration de la situation des créances douteuses et de la situation financière des banques.

I Les sources du problème des créances douteuses

Entre 1989 et 1990, l'indice Nikkei 225 a chuté de 40% et a continué à baisser jusqu'en 2003, année où la tendance a légèrement changé. Concernant le prix des terrains, l'indice a fléchi à partir de 1991 et a poursuivi son mouvement de baisse jusqu'à l'heure actuelle, à l'exception de la région de Tokyo où l'indice se stabilise. L'éclatement de la bulle spéculative a non seulement contribué au problème de l'accumulation des créances douteuses et de l'augmentation des dettes des entreprises, mais a également été à l'origine de la faible croissance (croissance réelle du PIB de 1,5% en moyenne durant les années 1990) qui a, elle-même, généré de nouvelles créances douteuses. Par ailleurs le mouvement de déflation s'est poursuivi depuis 1999. Le problème majeur de l'économie japonaise a été la création d'un cercle vicieux entre les créances douteuses et la faible croissance.

De nombreuses banques ont eu des difficultés à réagir et ont fait faillite. Parmi les cas exemplaires de faillites, on peut citer celui de la *Hokkaido Takushoku Bank* en 1997 ou de la *Long Term Credit Bank* et de la *Nippon Credit Bank* en 1998. Entre mars 1991 et juin 2004, d'importants mouvements de fusions ont été enregistrés : on est passé de 22 à 14 grandes banques (il n'y en aura plus que 13 lorsque la fusion Tokyo Mitsubishi -UFJ aura eu lieu). Les banques régionales sont passées de 132 à 113 et les banques Shinkin de 451 à 306. Dans l'avenir, si les mouvements de consolidation des grandes banques devraient se tasser, à mon avis, ceux des banques régionales et des shinkin sont inévitables.

Entre 1992 et 2002, les banques japonaises ont éliminé de leurs bilans l'équivalent de 105 trillions de yen (750 milliards d'euros) de créances douteuses, soit 20% du PIB nominal du Japon. Malgré les fortes liquidités injectées par la Banque du Japon sur le marché monétaire, on n'a pas constaté d'augmentation de la masse monétaire ou de la croissance du PIB réel et l'indice des prix à la consommation est resté négatif, montrant que le système financier japonais a mal fonctionné, notamment à cause du problème des banques.

L'analyse de données de panel d'investissements des entreprises (deux catégories d'entreprises : les entreprises émettant des obligations – Grandes Entreprises et les autres entreprises - PME), basée sur la régression de la FBCF sur différentes variables (coût du capital, ratio endettement/actifs des emprunteurs, niveau du ratio Cook des banques, autres....) conduit aux résultats suivants. Dans le cas d'une augmentation de l'endettement de la firme emprunteuse, il y a une diminution des investissements pour les deux catégories d'entreprises, plus marquée chez les PME. Dans le cas d'une augmentation du ratio Cook des banques, il y a une hausse significative de l'investissement des PME. Ceci est dû au fait que les PME dépendent des crédits bancaires. Ainsi le dysfonctionnement du système bancaire a freiné la croissance au Japon.

En effectuant la même analyse selon trois sous-périodes : 1993-1995, 1996-1998, 1999-2000, on constate que l'endettement des firmes a eu le plus fort impact sur la période 1993-1995 et, surtout, que le niveau du ratio Cook a eu l'impact le plus négatif sur l'investissement pendant la période 1996-1998, notamment pour les PME, période de pic de la crise des banques japonaises (défaillance de la *Nippon Credit Bank*, de la *Long Term Credit Bank*...).

II Les deux remèdes pour résoudre les créances douteuses et les solutions de la Banque du Japon

De nombreuses discussions ont eu lieu pour décider des solutions propres à résoudre les créances douteuses. Alors que certains pensaient qu'il fallait s'attaquer au problème des créances douteuses lui-même et donc injecter des capitaux, d'autres estimaient que le problème de la faible croissance était à traiter en priorité. Mais, comme je l'ai déjà expliqué le problème à traiter est complexe puisque le système financier et l'économie réelle interagissent. C'est pourquoi les deux problèmes devaient être résolus en même temps et c'est ce que la Banque du Japon a essayé de faire. Mais la seule action de la BOJ n'était pas suffisante, des mesures ont également été prises par le gouvernement et les autres institutions.

La Banque du Japon a mené quatre types d'action. Tout d'abord, elle a mis à disposition d'importantes liquidités sur le marché monétaire pour agir sur la croissance et pour abaisser la prime de risque des banques japonaises, en effet la « *Japan Premium* » était particulièrement élevée en 1996-1998 mais est actuellement très limitée. Ensuite la Banque du Japon a joué un rôle de prêteur en dernier ressort, c'est à dire qu'elle a accordé des prêts spéciaux¹ pour maintenir la crédibilité du marché et éviter le risque systémique. En troisième lieu, la BOJ, qui a aussi pour fonction de contrôler les banques ainsi que la FSA, a demandé aux banques de faire des provisions précises basée sur leur estimation de la valeur économique de l'établissement. Enfin, la Banque du Japon a commencé à racheter les actions détenues par les banques afin que celles-ci soient moins exposées aux risques du marché. Entre novembre 2002 et septembre 2004, le montant des rachats s'est élevé à 2 trillions de yen (15 milliards d'euros). Si bien que la détention des actions par les grandes banques a beaucoup diminué et est inférieure au tiers du capital. Cette tendance est toutefois moins nette dans les banques régionales.

¹ 21 fois depuis 1995.

III Amélioration récente de la situation financière des banques et du problème des créances douteuses

Le résultat net des grandes banques, surtout Mizuho, Sumitomo-Mitsui et Mitsubishi Tokyo est devenu positif en 2003 grâce à la très forte diminution du coût du crédit et cette tendance devrait être observée en 2004. Le coût du crédit pour les grandes banques est passé de 254 points de base en 2001 à 133 en 2003 et à 53 en 2004 d'après une estimation des grandes banques (dans le cas des banques régionales, le coût du crédit a diminué de 146 points de base en 2001 à 70 en 2003). De plus, la marge nette des banques (grandes banques et banques régionales) s'est améliorée à partir de 1998.

Par ailleurs, le montant des créances douteuses a beaucoup diminué, surtout chez les grandes banques. En 2001, les grandes banques détenaient 28,4 trillions de yen de créances douteuses et seulement 14 trillions de yen en 2003. Pour les banques régionales, la tendance est moins nette, mais on constate quand même un mouvement de baisse. Par conséquent, entre 2001 et 2003, le ratio des créances douteuses des grandes banques est passé de 8,7% à 5,1% du montant des prêts. La FSA a fixé la cible de 4% en 2004, mais selon les grandes banques, il ne devrait s'élever qu'à 3,3%.

La situation financière des entreprises constitue également un facteur important. La Banque du Japon la suit grâce à un barème de notations sur le risque de crédit des entreprises (*credit score*). Entre le quatrième trimestre 2002 et le premier trimestre 2004, on a enregistré une nette amélioration de la situation des entreprises. Par exemple, au T4 2002, il y avait 10 catégories d'entreprises qui avaient des problèmes, mais au T1 2004, il n'y en avait plus que 4. Ainsi, l'amélioration de la situation financière des entreprises a eu un impact très positif sur le bilan des banques.

Lorsque l'on observe les profils des courbes de distribution des probabilités de pertes attendues et non attendues par les banques pour les périodes de septembre 2002, de mars 2003 et de septembre 2003, on constate qu'au fil du temps, il y a de moins en moins de pertes attendues et non attendues, notamment en raison de la baisse des créances douteuses. Ce résultat provient de simulations utilisant la méthode de Montecarlo.

Outre les risques de crédit, il existe des risques de marché. A partir de l'année fiscale 2002, où la Banque du Japon a commencé à racheter des actions aux banques, les grandes banques ont réduit en un an leur possession d'actions de l'équivalent de 1,27 trillions de yen (97 milliards d'euros). En terme de « VaR » (*varied risk*), le montant a décliné de 4 trillions de yen (32 milliards d'euros) entre les années fiscales 2002 et 2003 mais, en parallèle, les banques ont beaucoup accru leurs capitaux (+4,4 trillions yen ou +35 milliards d'euros). Ainsi, les banques maîtrisent bien les risques de marché ainsi que les risques de crédit.

Il en résulte que le ratio VaR/Tier1 a fortement baissé. Ainsi pour les grandes banques, il est passé de 41,1% pour les actions en mars 2003 à 27,9% en mars 2004 ; ce qui montre la bonne maîtrise du risque du marché pour les actions. Ce résultat a été favorisé par la politique de rachat des actions des banques par la Banque du Japon. Par contre, le ratio VaR/Tier1 est passé de 2,2% à 4,1% entre mars 2003 et mars 2004 pour les obligations domestiques. Cette augmentation du risque est liée au fait que les banques japonaises ont acheté massivement des bons du Trésor. Mais le risque de taux d'intérêts est très limité par rapport à celui des actions. Bien sûr, la croissance économique aura tendance à pousser à la hausse les taux d'intérêts à long-terme, mais cette perte devrait être compensée par la valorisation des actions. Donc, sauf dans le cas d'une augmentation brutale des taux d'intérêts à long-terme, les grandes banques japonaises devraient bien maîtriser les risques du marché et des taux d'intérêt.

Enfin, le ratio Cook (*capital adequacy ratio*) des grandes banques qui avait baissé de 1999 à 2002 a repris une courbe ascendante entre 2002 et 2003, passant de 9,6% à 10,9% (augmentation des profits, baisse du coût de crédit). Celui des banques régionales s'est également amélioré, passant de 9,3% à 9,7% pendant la même période.

Le problème des créances douteuses est un problème complexe, résultant de facteurs sociaux et structurels liés au système économique japonais qui a été forcé de changer brutalement. Pour dresser un paysage complet sans doute faudrait-il mentionner d'autres facteurs dont nous pourrions discuter ultérieurement, mais mon but aujourd'hui était de concentrer mon exposé sur le lien entre l'économie réelle et le secteur financier. J'ai également tenté de montrer de la façon la plus objective possible l'amélioration de la situation financière au Japon. Et j'espère que vous avoir un peu rassuré vis à vis de la santé du système financier japonais.

FLORENCE ASTIER souligne que, si l'action conjointe de la Banque du Japon et de la FSA ont permis de diminuer l'exposition des grandes banques aux risques du marché, la situation des banques régionales semble plus préoccupante car elles n'ont pas subi les mêmes pressions. Par ailleurs, des questions se posent quant à l'évolution des obligations d'Etat alors qu'une normalisation des finances publiques semble inévitable d'ici un à deux ans. En cas de forte augmentation des taux d'intérêt à long-terme, que deviendront les institutions financières qui portent le risque de taux, et notamment les assurances-vie, alors que les grandes banques possèdent d'importants portefeuilles de participations croisées avec ces institutions ? **KEIICHI MIYATA** répond que la situation des banques régionales s'est améliorée et que le niveau du ratio Cook des banques régionales est de 9,7% alors qu'un niveau de 4% seulement est exigé pour les banques régionales n'ayant pas d'activité internationale. Si globalement, il n'y a pas beaucoup de souci à se faire concernant ces banques, il existe quant même des problèmes à l'échelle individuelle. On compte encore 306 *Shinkin Bank* et 113 banques régionales; on peut donc s'attendre à de nécessaires mouvements de consolidation. Mais la taille de ces banques étant limitée, leur défaillance ne peut causer de risque systémique. Concernant le problème de la hausse des taux d'intérêts, le fait que l'exposition au risque des grandes banques soit plus limité dans le cas des obligations que dans celui des actions suggère que le risque global demeure faible. Quant aux compagnies d'assurances-vie, elles détiennent beaucoup d'actions et peuvent ainsi couvrir les risques d'augmentation des taux d'intérêts à long-terme. Avec l'accélération de la croissance économique (4% en 2004), les taux d'intérêts à long-terme (actuellement 1,7%) devraient augmenter. Cela ne posera pas de problème car il y aura compensation entre la montée du cours des actions et le niveau des taux d'intérêt à long-terme. Evidemment, l'endettement public très élevé peut conduire à une augmentation brutale des taux d'intérêts à long-terme qui affecterait les établissements financiers. Il faut donc parvenir à une augmentation graduelle de ces derniers. C'est pourquoi le gouvernement doit montrer sa volonté de diminuer la dette publique. Sa volonté semble réelle et les déclarations du gouverneur de la Banque du Japon, Monsieur Fukui, vont aussi dans ce sens. De surcroît, la croissance génère des recettes qui font mécaniquement diminuer la dette publique, mais cela prend du temps. Dans cette mesure, il ne devrait pas y avoir de réaction brutale du marché.

FRÉDÉRIC BURGUIÈRE estime que l'expérience historique montre qu'il y a deux schémas extrêmes pour traiter les crises bancaires. Le premier schéma consiste à réorganiser le système bancaire avec une vision de moyen-terme. C'est ce qui s'est passé dans les années 1920 au Japon, après la crise qui a succédé au tremblement de terre de 1923. Ce schéma consiste à organiser de façon très structurée le système bancaire avec des objectifs précis de financement de l'économie. A l'opposé, le deuxième schéma a été utilisé il y a une dizaine d'années aux Etats-Unis durant la crise des « *savings and loans* ». Dans ce schéma, on n'agit pas sur la

stratégie des établissements bancaires, mais on essaie simplement d'apurer leurs bilans et de les encadrer tout en les laissant mettre en place leurs propres stratégies. Ce qui est assez étonnant dans le cas du Japon, et d'une certaine manière dans celui de la Chine, c'est que l'on essaie simplement de purger les problèmes sur le long-terme, mais on a l'impression qu'il n'y a ni une vision étatique du système bancaire à moyen-terme, ni en même temps une volonté d'apurer rapidement pour laisser les établissements définir leurs stratégies. Par rapport à cela, à quoi va servir le système bancaire au Japon dans les vingt à trente prochaines années ? Dans les groupes les plus réactifs au niveau des restructurations, voit-on émerger une stratégie originale qui créerait un nouveau modèle bancaire ? **KEIICHI MIYATA** est d'accord avec le fait qu'il existe bien deux schémas différents. Son impression est que, lors de l'éclatement de la bulle immobilière et lors du démarrage du problème des créances douteuses, le schéma retenu de la Banque du Japon ainsi que le gouvernement était plutôt le schéma n°1 de réorganisation du système bancaire. En effet, à cette époque, personne ne pensait que la baisse des prix des actions et des terrains allait se poursuivre pendant dix ans. Les mesures d'urgence n'ont donc pas été prises, mais l'attente a aggravé la situation. Fin 1990, la Banque du Japon a changé de politique. C'est le deuxième schéma qui s'est mis en place avec le nettoyage des bilans et l'isolement des banques par rapport aux risques du marché. Dans le passé, les autorités de contrôle bancaire au Japon avaient pour but de protéger le secteur bancaire et les relations entre les banques, la Banque du Japon et la FSA étaient plutôt amicales (*gososendanhoshiki*). Actuellement, on constate beaucoup plus de tensions entre les autorités de contrôle et les banques ainsi qu'en témoigne le cas du conflit avec l'UFJ. L'attitude des autorités de contrôle bancaire a ainsi beaucoup changé. On se dirige plutôt vers le deuxième schéma et c'est une des raisons pour lesquelles Keiichi Miyata est optimiste pour l'avenir. Jusqu'à présent le redressement des résultats nets a été l'objectif prioritaire des banques, si bien que la phase actuelle constitue peut-être la période de mise en place de nouvelles stratégies pour l'avenir. **IWAO OKUYAMA** pense que l'on assiste à une relève de génération au sein des banques japonaises. La difficulté actuelle à laquelle se heurtent les trois grands groupes bancaires japonais est d'abord qu'ils doivent s'adapter aux lois du marché, ensuite, qu'ils ont tous des portefeuilles d'opérations très étendus (banque de réseaux, banque de crédit d'entreprises, maisons de titres, gestion d'actifs...). Comme il est très difficile de trouver quelque chose de nouveau ou d'original au niveau du portefeuille d'activités, c'est plutôt à chaque groupe de définir sa propre stratégie pour se différencier des concurrents. Il apparaît donc important d'avoir des produits financiers très élaborés et, surtout, de se différencier au niveau opérationnel. C'est pourquoi il est bien difficile pour l'instant de donner des exemples de stratégies bancaires originales.

FLORENCE ASTIER se demande pourquoi le canal du crédit bancaire continue d'être fermé alors que la situation financière des grandes banques et des entreprises s'améliore depuis dix huit mois. **KEIICHI MIYATA** répond que le niveau du cash/flow s'est nettement amélioré dans les entreprises, mais qu'il est utilisé pour réduire l'endettement à cause des niveaux élevés des taux d'intérêts payés sur les dettes. Au niveau des banques, les profits sont meilleurs depuis 2001 et récemment le revenu net est devenu positif, donc la stratégie des banques devrait changer. En ce moment, on voit que la masse monétaire progresse un peu, ce qui correspond à une augmentation des crédits ; mais cette dernière est pour l'instant limitée. Si cette situation continuait, on devrait assister à une augmentation plus nette des crédits bancaires. La Banque du Japon est donc assez optimiste mais maintient encore le cap de sa politique monétaire à cause du fonctionnement imparfait du système financier. En fait, si les grandes entreprises comme Toyota n'ont de problèmes et dégagent des profits, de nombreuses PME sont toujours en difficulté.

ANNE ANDROUAIs pose la question des modalités de remboursement du déficit public, qui existe au niveau central comme au niveau des régions. **KEIICHI MIYATA** pense qu'il faut

commencer par freiner les dépenses publiques. C'est d'ailleurs ce qui est en cours puisque la contribution de l'investissement public au PIB est négative depuis quelques temps. Plutôt qu'un problème de déficit de gouvernement central ou local, le déficit public reflète plutôt le problème des comptes de sécurité sociale avec le vieillissement de la population où la situation est plus grave au Japon qu'en France. Il faut donc réformer le système de sécurité sociale pour maîtriser les dépenses mais, également, augmenter les impôts, notamment la TVA qui est à 5%. Cependant, c'est un problème politiquement délicat. Par ailleurs, alors que la population est favorable à la réforme, les politiciens y sont opposés.

JEAN-PIERRE ROBIN demande à quel prix sont valorisés les titres rachetés par la Banque du Japon dans son bilan, comment les pertes apparaissent-elles ? **KEIICHI MIYATA** précise que la Banque du Japon achète des titres de façon à ne pas influencer le prix de chaque action. En fait, elle a dégagé des profits de ses achats de titres bien qu'elle ne l'ait pas fait dans ce but.

FRÉDÉRIC BURGUIÈRE souhaite revenir sur le sujet de la dette de l'Etat. Depuis sept à huit ans, la Banque du Japon joue le rôle de prêteur en dernier ressort pas simplement pour les banques japonaises mais aussi vis à vis de la dette américaine ou du dollar puisqu'elle a accumulé 830 milliards de dollars de réserves de change en dollar. L'issue de l'endettement public japonais sera sans doute le rachat de cette dette par la Banque du Japon. En effet pour résoudre un problème de dette publique très importante, il y a deux solutions soit le non remboursement (cas des emprunts russes en France), soit l'hyperinflation (période des guerres mondiales). Comme ni la guerre ni l'hyperinflation ne sont anticipés, le rachat de la dette japonaise par la Banque du Japon permettrait de supprimer celle-ci par un jeu d'écriture. D'ailleurs, d'autres cas similaires d'annulation de dettes risquent de se produire, notamment avec les masses de réserves de change accumulées par les pays asiatiques et l'impossibilité des Etats-Unis de rembourser leur dette. Un certain nombre de sauvetages vont peut-être se résoudre par un simple jeu d'écriture à partir du moment où cela ne posera pas de problème, notamment si l'on est dans un système où la destruction et la création de monnaie sont assez neutres, sans risque de dérapage inflationniste. **KEIICHI MIYATA** rappelle qu'il faut bien distinguer l'achat de bons du Trésor par la Banque du Japon et l'achat de devises (dollars) décidé par le gouvernement. Sur ordre du Ministère des finances, la BOJ sert d'agent pour acheter et vendre des devises, mais contrairement à la Banque centrale en France, les achats de devises n'apparaissent pas sur son bilan mais sur celui du gouvernement. La Banque du Japon achète massivement des bons du Trésor pour offrir des liquidités; mais pour réduire la dette réelle, la pire des solutions serait celle l'inflation. Le gouverneur de la Banque du Japon a souligné que ce scénario devait être évité à tout prix, car si une inflation était anticipée par le public il y aurait une augmentation brutale des taux d'intérêts à long-terme, ce qui freinerait la croissance.

Actuellement, ce sont les banques centrales asiatiques qui achètent massivement des dollars, notamment la Chine, car le taux de change du yuan est fixé par rapport au dollar. Cette situation n'étant pas saine à terme, la Chine va devoir modifier son régime de change. Mais la libéralisation totale du taux de change ne semble pas une bonne solution car l'économie chinoise, en dépit de sa forte croissance, a des problèmes de développement des infrastructures et de créances douteuses dans son système bancaire ; si bien qu'il y aurait un risque majeur d'évasion des capitaux et de crise. En théorie, la meilleure solution est celle d'un panier de monnaie avec le yen, le dollar et l'euro. Le problème est que cette solution est politiquement difficile. **ODILE CORNET** demande si l'élargissement des bandes de fluctuation du yuan ne constituerait pas une solution. **KEIICHI MIYATA** répond qu'en effet l'élargissement de ces bandes de fluctuation apparaît nécessaire pour freiner la croissance chinoise. En effet, même si on parle de « *soft landing* » ou de « *hard landing* » de cette économie, pour l'instant le rythme de croissance reste soutenu;

FRÉDÉRIC BURGUIÈRE remarque que l'on se focalise sur la croissance chinoise et son impact sur la croissance mondiale et non sur les conséquences de la politique monétaire chinoise sur les marchés. Pourtant, le 28 octobre, l'annonce de l'augmentation légère des taux d'intérêt chinois (+0,27%) a été immédiatement suivie de violents mouvements sur le marché des matières premières et sur les dépôts à long-terme, la Banque du Japon suit-elle de près ces problèmes ? **KEIICHI MIYATA** répond que la Banque du Japon les suit en effet et que l'augmentation du prix du pétrole est liée à l'accroissement de la demande chinoise. Toutefois, il est intéressant de noter qu'une forte augmentation du prix du pétrole est observée pour les prix cotés à New York, au Texas et à Londres qui correspondent au pétrole de la mer Nord, alors que les prix cotés à Dubaï ont peu augmenté. Maintenant, la différence est énorme entre ces deux séries de prix. Cette différence provient de la qualité du pétrole. Il est nécessaire de distinguer le pétrole « léger » (sans nécessité de traitement) et le pétrole « lourd » (à fort contenu en soufre). Or il y a peu d'usines de traitement en Chine et, de plus, les typhons ont touché les usines de traitement dans le Golfe du Mexique. Par ailleurs, l'instabilité politique au Nigeria, fabricant de pétrole « léger », a également affecté le marché pétrolier. Par contre, le Moyen-Orient est producteur de pétrole lourd et l'on y observe peu de changement de prix. La demande chinoise a pesé sur le prix du pétrole « léger » et va freiner la croissance américaine. A l'opposé, le Japon ayant investi dans les usines de traitement, sera moins affecté par l'augmentation du prix du pétrole.

FRÉDÉRIC BURGUIÈRE revient sur la politique monétaire chinoise. Si les taux d'intérêts chinois devaient passer de 5,8% à 7% ou 8% dans le but de freiner la croissance, cela ne risquerait-il pas d'avoir de graves conséquences sur les marchés internationaux ? **KEIICHI MIYATA** insiste sur le fait que l'économie chinoise n'est pas vraiment une économie de marché mais plutôt dans une situation intermédiaire et sur le fait que le marché financier ne fonctionne pas bien. Donc, il est difficile de prévoir de quelle manière l'augmentation des taux d'intérêts chinois pourrait freiner la croissance. De plus, pour l'instant, on ne voit pas pour quelle raison la banque centrale chinoise augmenterait très fortement le taux d'intérêt.

FLORENCE ASTIER demande ce qui se passera lors de la sortie de la politique monétaire quantitative de la Banque du Japon pour les institutions financières, et notamment les banques ? Quid de la normalisation du compte des institutions financières à la Banque du Japon, quel scénario de sortie de la politique monétaire quantitative possible ? **KEIICHI MIYATA** insiste sur le fait que le changement de politique monétaire de la Banque du Japon n'est pas encore à l'ordre du jour, même en cas d'inflation positive, il sera nécessaire d'attendre une confirmation de la tendance. Lorsque la BOJ changera sa politique monétaire, elle commencera par vendre des bons du Trésor pour absorber la liquidité dans le marché, puis augmentera les taux d'intérêts.

SUMIHIKO SETO souhaite ajouter une remarque. On dit que la reprise économique japonaise reste tirée par la demande chinoise et que, par ailleurs, si l'endettement public japonais devait rester à un niveau très élevé, en terme de développement du *policymix* –c'est à dire de la combinaison de la politique fiscale et monétaire- la politique fiscale d'austérité aurait peu de marge de manœuvre ; dans ce contexte, la politique monétaire de soutien de la croissance serait-elle souhaitable ? **KEIICHI MIYATA** souligne que la politique monétaire de la Banque du Japon est allée dans le sens du soutien de la croissance et que, jusqu'à présent, politique budgétaire et monétaire ont été en harmonie. Néanmoins, il faut que le gouvernement s'attaque au problème de diminution de la dette publique pendant la période de croissance.