

Les mutations du système financier japonais : déréglementation et internationalisation

Virginie Coudert *

Le Japon est engagé depuis quelques années dans un processus de déréglementation et d'ouverture de ses marchés financiers. La visite du Président Reagan à Tokyo en novembre 1983 puis le rapport du comité américano-japonais sur le cours yen/dollar, publié en mai 1984, ont imposé de nouvelles étapes à cette libéralisation. Depuis les mesures se succèdent encore plus rapidement : création de nouveaux instruments, assouplissement des réglementations existantes, décloisonnement des activités financières, extension du marché de l'euro-yen etc. Au-delà de cette apparente multiplication des réformes, cet article fait le point sur l'état actuel de la libéralisation et de l'ouverture du système financier japonais.

Jusqu'à la fin des années soixante-dix, le système financier japonais est resté soigneusement protégé des influences extérieures grâce à un contrôle des changes rigoureux. L'allocation des capitaux s'opérait de manière largement intermédiée, à des conditions entièrement réglementées par les autorités monétaires. L'absence de véritables marchés de capitaux où se seraient confrontées directement offres et demandes permettait d'imposer ce réseau dense de réglementations par l'intermédiaire des institutions financières.

Dès 1975 cependant, une première fissure est apparue : le creusement du déficit budgétaire, financé par obligations, a provoqué un véritable envol du marché financier, resté jusque là embryonnaire. Les taux d'intérêt à l'émission, d'abord fixés arbi-

* *Virginie Coudert est chargé de mission au CEPPII.*

trairement bas, ont dû peu à peu s'aligner sur les conditions du marché. Le carcan rigide dans lequel était maintenu l'ensemble des taux d'intérêt a ainsi commencé de s'effriter.

Au début des années quatre-vingt, l'ouverture progressive des frontières financières est venue accélérer la modernisation du système. Le marché interbancaire a commencé à se libérer de l'emprise de la banque centrale ; les marchés monétaires ouverts aux agents non financiers se sont développés. La politique monétaire a dû être refondue pour tenir compte de ces nouvelles données.

L'accord américano-japonais de mai 1984, résultat du groupe de travail ad hoc présidé par MM. Oba et Sprinkel, a imposé une déréglementation plus poussée du système financier japonais. Depuis, les mesures de libéralisation se sont succédées. Le processus est cependant très progressif et toutes les étapes n'en sont pas encore précisément fixées. Actuellement, malgré les nombreux progrès réalisés, les réglementations persistantes gênent encore l'accès des non-résidents aux marchés de capitaux japonais, tant pour les placements que pour les emprunts. Une libération plus poussée est donc nécessaire pour que le yen devienne une véritable monnaie internationale.

Après avoir rappelé sommairement les caractéristiques principales du système financier japonais, on étudiera ici les transformations résultant de la libéralisation ; on cherchera aussi à mettre en évidence quelles sont actuellement les persistances de réglementations formelles ou informelles et leur impact sur l'efficacité des marchés financiers. On appréciera ensuite l'ampleur de l'ouverture réalisée en matière de mouvements de capitaux avec l'extérieur.

Les caractéristiques structurelles du système

Dans les années soixante, le système financier japonais reposait sur une double fuite dans l'endettement : endettement des banques auprès de la banque centrale et endettement des entreprises auprès des banques. L'absence de véritable marché monétaire où les banques auraient pu constituer librement leur liquidité en vendant des titres, imposait un refinancement par prêts directs de la Banque du Japon et créait ainsi les conditions de l'endettement du système bancaire. Parallèlement, le sous-développement du marché financier obligeait les entreprises à recourir au crédit bancaire. D'où une forte création monétaire — de l'ordre de 18 % l'an en moyenne de 1955 à 1970. Cette politique monétaire particulièrement accommodante répondait à une volonté de reconstruction rapide dans l'après-guerre.

Au cours des années soixante-dix, l'essoufflement de l'investissement a remis en cause ce mode de fonctionnement. Les dépenses publiques sont venues prendre le relais de l'investissement privé pour entraîner la croissance de l'ensemble de l'économie. L'endettement de l'Etat a donné un essor considérable au marché financier japonais, qui est devenu ainsi le deuxième du monde après les Etats-Unis, loin devant le Royaume-Uni.

Déficits à financer et épargne à gérer

Le financement du déficit budgétaire a pu s'opérer au Japon, contrairement aux Etats-Unis depuis 1981, sans tension sur l'équilibre extérieur grâce à la baisse de l'endettement privé mais surtout à l'abondance de l'épargne des ménages. Le rôle des intermédiaires financiers a été crucial dans cette réallocation des fonds : ceux-ci gèrent 88 % de l'épargne des ménages, financent à 76 % la dette publique et à 84 % celle des entreprises ¹.

Le taux d'épargne financière des ménages japonais est l'un des plus élevés du monde et il a eu tendance à augmenter depuis les années soixante. La faiblesse de la protection sociale favorise cette accumulation d'épargne : précaution contre les maladies éventuelles, constitution d'un capital et placements auprès des compagnies d'assurances pour la retraite, accumulation pour financer les études des enfants, etc. De plus, une fiscalité incitative exonère pratiquement l'ensemble des placements bancaires ². Enfin, l'exiguïté des logements et la pénurie de parkings créent rapidement un état de saturation spatiale dans la consommation de biens durables, ce qui se traduit par une épargne forcée.

Jusqu'au premier choc pétrolier, ces surplus importants placés auprès des intermédiaires financiers, servaient à financer les entreprises. Depuis, avec la baisse de la croissance, l'investissement productif a nettement ralenti et les besoins de capitaux des sociétés privées ont beaucoup diminué. En compensation l'Etat et les entreprises publiques ont drainé une part croissante de l'épargne japonaise (graphique 1).

En effet jusqu'au début des années soixante-dix, une gestion rigoureuse des dépenses publiques avait permis un équilibre systématique du budget de l'Etat. A partir de 1974 cependant, la baisse des recettes due au ralentissement de la croissance et la volonté de relancer l'économie par un programme de dépenses publiques expansif ont commencé à creuser le déficit de l'Etat. Ce déficit s'est maintenu entre 4 et

1. Chiffres du mois de mars 1984, source : *Economic Planning Agency*.

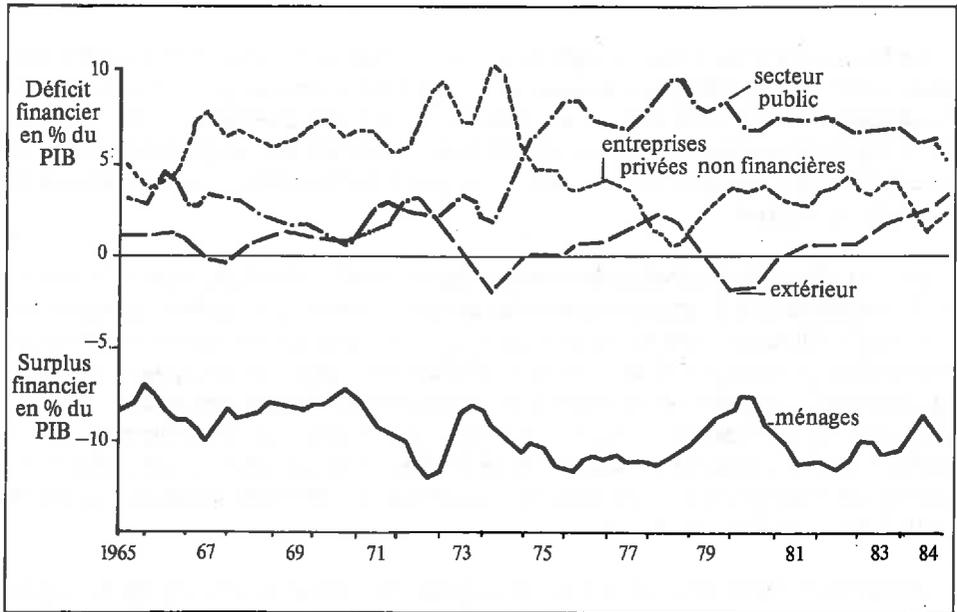
2. Seuls les intérêts sur les dépôts en-deçà de 3 000 000 de yens (soit environ 12 000 F) sont en principe exonérés d'impôts. Mais l'absence de contrôle sur la multiplicité de ces petits dépôts fait que la majeure partie des dépôts bancaires bénéficie de cette exonération. Pour les intérêts des dépôts soumis à l'impôt, il existe un prélèvement forfaitaire de 45 %.

6 % du PIB de 1975 à 1984 malgré une contraction très nette des dépenses hors intérêts depuis 1980. La dette publique est ainsi passée de 8,5 % du PIB en 1970 à 51,3 % en 1984. Son financement a exigé une adaptation importante de la part des intermédiaires financiers.

GRAPHIQUE 1

Les déficits et excédents financiers par secteur

En pourcentage



Source : Banque du Japon [4], données CVS en moyennes mobiles sur trois trimestres.

Transformations de l'intermédiation financière

• La persistance d'une forte intermédiation

Le sous-développement des marchés de capitaux dans les années soixante a naturellement laissé aux intermédiaires financiers une place prépondérante dans les circuits de financement. Cette prépondérance persiste actuellement malgré l'expansion spectaculaire du marché financier depuis 1975. L'explication est simple : cette expansion s'est opérée essentiellement grâce aux émissions du gouvernement (tableau 1) qui sont souscrites surtout par des institutions financières. Non seulement, la dette des entreprises et les placements des ménages restent en majeure partie gérés par

les intermédiaires financiers, mais il s'est ajouté une troisième fonction de financement de la dette publique.

TABEAU 1

Structure du marché obligataire par émetteur

En % du total des encours d'obligations

	1970	1975	1980	1984
Gouvernement général	19,2	27,7	50,4	54,3
Institutions financières	37,9	36,4	25,2	24,4
Sociétés non financières	42,9	35,8	24,5	20,3
— publiques	28,8	24,8	16,3	13,5
— privées	14,1	11,0	8,2	6,8
Total	100	100	100	100
(Total en % du PIB)	(30,0)	(35,9)	(62,8)	(84,3)

Source : Banque du Japon, *Economic Statistics Annual*.

Le financement externe des entreprises privées est encore assuré à 84 % environ par les institutions financières. Les émissions sur le marché financier ne représentent donc, en encours, que 16 % environ des fonds levés par les entreprises (tableau 2).

TABEAU 2

Ressources externes des sociétés privées non-financières, en encours*

En % du total

	1970	1976	1981	1984
Emprunts auprès des institutions financières	81,5	86,0	85,1	84,3
(dont I.F. privées)	(75,1)	77,9	75,8	75,4
(dont I.F. publiques)	7,5	8,1	9,3	8,9
Emission de titres	18,5	14,0	14,9	15,7
dont obligations	4,3	4,6	5,3	5,4
(dont obligations en devises)	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(1,4)
dont actions	13,1	9,4	9,6	10,3
Total	100	100	100	100

* A la fin du mois de mars de l'année concernée.

Source : *Annual Report on National Accounts, Economic Planning Agency*.

Globalement le développement du marché financier japonais n'a donc pas conduit à une désintermédiation du financement des entreprises. Cette situation tient beaucoup à l'importance des petites entreprises au Japon, petites entreprises qui n'ont pas accès au marché financier. Cependant les statistiques globales masquent une réa-

lité différente pour les grandes entreprises. Pour celles-ci en effet, il y a bien eu désintermédiation : la part de leurs emprunts dans le total des fonds levés a régressé de 83,9 % en 1970-1979 à 64,7 % en 1980-1983 (tableau 3). Cette moindre dépendance à l'égard des intermédiaires financiers a été obtenue grâce au développement des émissions d'actions, mais aussi aux émissions d'obligations à l'étranger. La part des fonds recueillis sur le marché obligataire domestique a régressé pour les grandes entreprises industrielles, comme pour l'ensemble des entreprises.

TABLEAU 3

La désintermédiation dans le financement externe des grandes entreprises*

En % du total et en moyenne sur la période

	1970/1974	1975/1979	1980/1983	1983
Emprunts	83,9	63,8	64,7	55,4
— en yen	82,5	60,7	51,1	24,4
— en devises	1,4	3,1	13,6	21,0
Obligations émises	5,9	17,7	11,4	21,9
— sur le marché intérieur	6,0	13,7	3,8	- 1,0
— sur les marchés étrangers	- 0,1	4,0	7,6	22,9
Actions	10,2	10,5	23,9	32,7
— sur le marché intérieur	10,2	17,9	22,4	31,2
Total	100	100	100	100

* *Entreprises industrielles au capital supérieur à 1 milliard de yens (c.a.d. environ 40 millions de francs).*

Source : Banque du Japon [3].

Du côté des actifs des agents non financiers le même constat s'impose : en moyenne sur l'ensemble il n'y a pas eu désintermédiation ; seules les grandes entreprises ont pu diversifier leurs placements notamment grâce aux certificats de dépôts. Pour les ménages, la situation actuelle reste analogue à celle des années soixante : 88 % de leurs actifs financiers en 1984 étaient placés auprès des intermédiaires financiers : banques, système d'épargne postale, compagnies d'assurance-vie, etc. 12 % seulement étaient détenus sous forme de titres, contre 14 % en 1970. Les titres d'Etat, qui sont à l'origine du développement du marché financier, ne sont que très peu détenus par les ménages. 12,7 % seulement de l'encours des obligations d'Etat se trouvaient dans le portefeuille des ménages, fin 1984, ce qui ne représente que 3,2 % des actifs financiers des ménages.

En fait, les obligations d'Etat ne constituent pas à proprement parler un véritable marché puisqu'il y a obligation d'achat à l'émission par un syndicat de prise ferme constitué d'institutions financières. En conséquence 72 % des titres d'Etat sont détenus par les intermédiaires financiers. Dans ces conditions, on comprend que le développement du marché obligataire n'ait pas conduit à une véritable désintermédiation.

• Une activité bancaire en évolution

Le déplacement de l'endettement des sociétés vers celui de l'Etat a naturellement modifié la nature de l'actif bancaire. Auparavant, le crédit aux agents privés intérieurs était prépondérant et le portefeuille de titres publics assez réduit puisqu'il ne représentait que 4,5 % de l'actif bancaire en 1970. L'absorption importante de titres publics depuis 1975 a porté cette proportion à 11,4 % en 1984 (tableau 4). Les banques japonaises ont eu ainsi tendance à se rapprocher de leurs homologues américaines qui détiennent environ le quart de leur actif sous forme de titres publics. En compensation, la part du crédit interne dans le bilan bancaire a baissé, d'autant plus que l'activité internationale s'est considérablement développée depuis la levée du contrôle des changes en 1980.

TABLEAU 4

Evolution du bilan des banques

En % du total

ACTIF			PASSIF		
	1970	1984		1970	1984
Réserves	0,9	1,3	Dépôts	73,5	67,1
Obligations			Certificats de dépôts	—	1,9
— publiques*	4,5	11,4	Obligations des banques		
— banques	2,8	1,7	de crédit à long terme	9,6	10,0
— des entreprises	3,1	0,6	Prêts de la Banque du		
Crédits	79,6	69,6	Japon	4,3	0,9
Créances de l'étranger	4,4	8,3	Engagements à l'étranger	3,8	10,5
Autres	4,6	7,1	Autres	8,7	9,6
	100	100		100	100

* Du gouvernement, des gouvernements locaux et des entreprises publiques.

Source : Annual Report of National Accounts, Economic Planning Agency.

Du côté de leurs ressources, les banques ont également largement profité de l'ouverture des frontières. La part des dépôts classiques s'est réduite au profit des certificats de dépôts. On note également une très nette réduction de la dépendance du système bancaire à l'égard des prêts accordés par la banque centrale. Le fort refinancement par prêts directs, qui était l'une des caractéristiques du système japonais des années soixante³ est donc en voie de disparition grâce au développement des marchés monétaires.

3. Voir par exemple, Banque du Japon [1], Suzuki [29], U.S. Congress [18].

Taux d'intérêt réglementés et déséquilibres des marchés financiers

La politique monétaire expansive et la priorité donnée à l'investissement dans l'après-guerre et jusqu'en 1973 ont imposé le maintien de taux d'intérêt réglementés. Le seul taux flexible au Japon était le taux du marché interbancaire. Cependant, la réglementation n'a pas empêché que dans la pratique, les taux effectivement utilisés sur le crédit s'écartent notablement des taux imposés. Après 1975, la gestion d'une dette publique en pleine expansion a également conduit les autorités à maintenir des taux d'intérêt particulièrement bas sur le marché financier. Cependant peu à peu la pression du marché secondaire est devenue telle que l'équilibre semble maintenant rétabli.

Sur le marché du crédit, le taux de base est réglementé puisqu'il se situe à 0,5 point au-dessus du taux de l'escompte, auquel il est lié de manière rigide. Le taux moyen du crédit accordé, tenant compte de la différence de qualité des emprunteurs, suit également assez fidèlement les variations du taux de l'escompte (graphique 2).

Ce taux moyen du crédit ne correspond pas à un équilibre du marché. A ce taux, la demande de crédit est excédentaire et il y a rationnement. Les études économétriques menées à la Banque du Japon par K. Hamada [14] et T. Ito-K. Uedo [17] mettent en évidence cette situation de déséquilibre. Cependant, pour compenser ce taux manifestement trop bas, les banques japonaises demandent à leurs emprunteurs de conserver sous forme de dépôts une proportion variable de leurs crédits, environ le quart. C'est la pratique dite des dépôts compensatoires. Comme le taux d'intérêt sur les dépôts est naturellement bien inférieur au taux de crédit, cette pratique revient à majorer le coût effectivement payé pour le crédit. En calculant un coût effectif du crédit, I. Kuroda [19] puis M. Takeda [34] ont montré que les taux d'intérêt effectifs du crédit sont en fait de plus en plus liés aux taux du marché monétaire et équilibrent le marché.

Sur le marché des dépôts, il y a déséquilibre dans le sens où les taux d'intérêt réglementés sont assez bas pour que les banques présentent un excès de demande de dépôts. Cette situation se retrouve d'ailleurs dans la plupart des pays, sauf aux Etats-Unis depuis la récente déréglementation. Depuis 1981, le rapprochement de l'ensemble des taux d'intérêt a d'ailleurs résorbé une grande partie du déséquilibre.

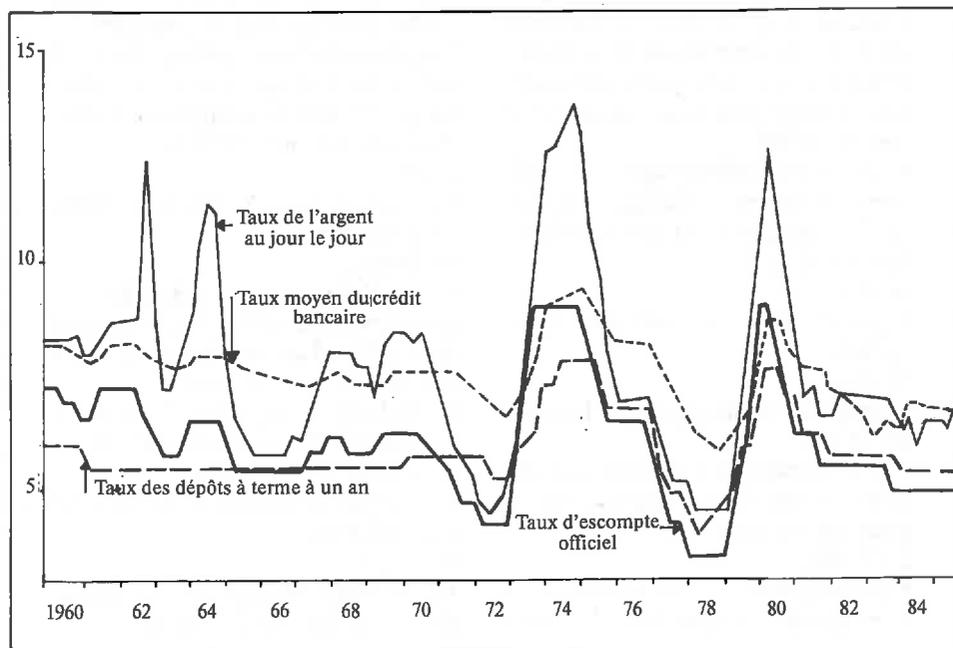
Sur le marché des obligations, le déséquilibre a été très net jusqu'en 1977. Les écarts entre les taux à l'émission, réglementés et fixes, et les taux du marché secondaire, théoriquement libres, témoignent bien de ce déséquilibre ; ils ont souvent dépassé deux points dans les années soixante, soit une décote instantanée de plus de 20 % sur les titres. Pour les titres d'Etat, l'explication est simple : il y a obligation d'achat pour les institutions financières au taux imposé par le ministère des Finances ; les reventes sur le marché secondaire étaient d'ailleurs interdites pour ces insti-

tutions qui ont dû jusqu'en 1977 conserver les titres d'Etat en portefeuille jusqu'à maturité. La réticence croissante des institutions financières à absorber ces titres a donné lieu à de nombreuses revendications portant non seulement sur le financement du déficit public, mais aussi sur l'ensemble des réglementations contraignant l'activité financière. Les premières mesures de déréglementation ont été prises dans la fin des années soixante-dix, à la suite de ces pressions exercées par le système bancaire.

GRAPHIQUE 2

La structure des taux d'intérêt

En pourcentage



Source : Economic Planning Agency [11], et Banque du Japon, *Economic Statistics Monthly*.

La vague de déréglementation

La déréglementation a d'une part libéré les marchés financiers, d'autre part levé les barrières compartimentant étroitement les champs d'activité des institutions financières (encadré).

Les principales mesures de libéralisation en 1984 et 1985 *

1984

AVRIL :

- ouverture aux sociétés du marché des certificats de dépôts et du papier commercial étrangers.
- première autorisation pour des sociétés japonaises (au nombre de 30) d'émettre des euro-obligations en yens.
- abandon de la règle de demande réelle sur les opérations de change à terme (ces opérations peuvent maintenant avoir lieu sans contrepartie commerciale).
- nouvel assouplissement des conditions d'émission d'obligations samuraï (la cote minimum est abaissée de AAA à AA).

MAI :

- publication des accords Oba-Sprinkel.

JUIN :

- suppression des plafonds limitant les swaps.
- suppression de l'interdiction des prêts en euro-yens à moins d'un an pour les résidents japonais.

OCTOBRE :

- première autorisation pour les banques étrangères (limitées à 3 à cette date), d'intervenir sur le marché secondaire des obligations d'Etat.

DECEMBRE :

- autorisation des certificats de dépôts en euro-yens.
- élargissement des conditions d'émissions d'euro-obligations en yens pour les non-résidents (ouverture aux sociétés privées).

1985

MARS :

- introduction des certificats du marché monétaire.

AVRIL :

- nouvel assouplissement des conditions d'émission d'euro-obligations en yens pour les non-résidents.
- libéralisation des prêts en euro-yens à plus d'un an aux non-résidents.
- suppression de la retenue à la source sur les euro-obligations en yens émises par des résidents japonais et détenues par des non-résidents.

JUIN :

- ouverture du marché des acceptations bancaires.

OCTOBRE :

- levée de la réglementation des taux d'intérêt des dépôts à terme de plus de 1 milliard de yens (seuil qui sera progressivement abaissé).
- libéralisation des conditions d'émission des euro-obligations en yens pour les résidents.
- ouverture d'un marché à terme des taux d'intérêt.

FIN 1985 :

- arrivée des maisons de titres étrangères à la Bourse de Tokyo.

En discussion à la fin 1985

- autorisation des prêts en euro-yens à plus d'un an pour les résidents japonais.
- création d'un centre « offshore » à Tokyo, avec suppression de la retenue à la source sur les dépôts.
- création d'un marché des bons du Trésor.

* Pour un récapitulatif des mesures antérieures, voir OCDE [21].

La libéralisation des marchés monétaires

Jusqu'en 1971, le marché monétaire japonais était officiellement réduit au seul compartiment inter-bancaire de l'argent au jour le jour. En 1971, la Banque du Japon a ouvert, un autre compartiment du marché inter-bancaire : celui des effets privés. En fait, dès les années soixante, les maisons de titres cédaient leurs obligations avec accord de rachat pour obtenir des liquidités à court terme auprès des banques et des grandes entreprises. Ce marché libre et ouvert — appelé marché Gensaki — avait connu un tel succès que la Banque du Japon a dû reconnaître son existence officielle en 1976, tout en limitant l'accès aux banques et aux particuliers. En 1979, l'introduction des certificats de dépôts a donné au marché japonais un autre marché ouvert, qui est devenu maintenant le plus important en taille. Le tableau 5 permet de comparer l'importance des différents compartiments.

TABLEAU 5

Les marchés monétaires japonais

En milliards de yens

Encours en fin d'année	Marchés interbancaires		Marchés ouverts		TOTAL
	Argent au jour le jour	Effets privés	Gensaki*	Certificats de dépôts	
1965	809	—	n.d.	—	n.d.
1970	1 917	—	634	—	2 451
1975	2 332	4 403	1 835	—	8 570
1980	4 133	5 738	4 507	2 358	14 378
1984	5 037	7 998	4 025	8 461	25 521

* Marché secondaire des obligations avec accords de rachat.

Source : Banque du Japon, *Economic Statistics Monthly*.

Les marchés inter-bancaires sont étroitement surveillés par la Banque du Japon. Ce contrôle est facilité par l'existence d'intermédiaires, au nombre de six, qui sont en fait les seuls opérateurs sur ces marchés. Les institutions financières ne peuvent intervenir directement pour confronter leur offre et leur demande : elles doivent s'adresser à l'un des intermédiaires. La Banque du Japon intervient directement sur le marché des effets et indirectement sur celui de l'argent au jour le jour. Elle donne aussi des directives aux six intermédiaires dans le cadre de sa politique de « guidage administratif ». L'objectif implicite de ces interventions est d'atteindre un certain taux d'intérêt : notamment les taux inter-bancaires ne doivent pas descendre en deçà du taux de l'escompte officiel, et leur écart avec le taux de l'escompte indique le degré de restriction de la politique monétaire. Depuis 1981, le contrôle des taux résulte davantage des opérations d'open-market de la banque centrale que de directives direc-

tes, comme précédemment. Cependant, l'obligation pour les city banks ⁴ d'emprunter sur ces marchés avant de recourir à l'escompte ainsi que la présence des intermédiaires constituent encore deux obstacles à la fluidité de ces marchés.

Le marché Gensaki et celui des certificats de dépôts sont ouverts, en plus des institutions financières, aux entreprises et aux non-résidents. Ils sont libres dans le sens où la Banque du Japon n'y intervient pas pour fixer les taux ou les quantités échangées. Mais comme les institutions financières participent à l'ensemble des marchés, des arbitrages ont lieu, qui égalisent les taux d'intérêt. L'écart des taux d'intérêt entre les marchés, effectivement très réduit depuis 1979, témoigne de la qualité de ces arbitrages. Les taux formés sur ces marchés libres s'égalisent donc aux taux des marchés surveillés par la Banque du Japon.

Le marché Gensaki, initialement créé sur initiatives privées s'est ouvert à tous dans les années soixante-dix. En 1976, une circulaire du Ministère des Finances a légalisé son existence en mettant cependant quelques restrictions : notamment la fermeture du marché aux particuliers et l'interdiction des transactions à plus d'un an. La plupart des transactions portent en fait sur trois mois. Les titres utilisés sont surtout des obligations d'Etat, des banques de crédit à long terme et des municipalités. Les emprunteurs sur ce marché sont pour 60 % des maisons de titres, 10 % des city banks. Les sociétés non financières sont les principaux pourvoyeurs de liquidités.

Ce marché à court terme permet en effet aux entreprises d'échapper à la réglementation contrôlant l'ensemble des taux d'intérêt sur les dépôts bancaires. Jusqu'en 1979, le placement en Gensaki était le seul à bénéficier de la déréglementation. Les grandes entreprises y ont placé massivement leurs fonds : 35 % de leurs actifs financiers entre 1975 et 1979. Depuis 1979, ce monopole de la déréglementation a disparu et le marché Gensaki s'est notablement réduit. D'une part, la loi sur le contrôle des changes de 1980 a ouvert la possibilité de placements en devises à taux réglementés, auxquels les entreprises ont largement recouru. D'autre part en 1979, le marché des certificats de dépôts est venu concurrencer directement celui du Gensaki, et même le supplanter car les coûts de transactions y sont plus faibles.

Comme aux Etats-Unis où il est apparu dans les années soixante, *le marché des certificats de dépôts* a été créé au Japon sur l'initiative des banques qui ont pu ainsi accroître leurs ressources jusque là limitées par le plafonnement des taux d'intérêt sur leurs dépôts. Les grandes entreprises y ont investi 18,5 % de leurs fonds en 1983. Progressivement, et notamment grâce à l'accord américano-japonais Oba-Sprinkel de mai 1984, les montants minimum d'émissions ont été abaissés et les plafonds éle-

4. Les City banks, au nombre de 13, sont les plus grandes banques japonaises. Implantées en milieu urbain, d'où leur nom, leur vocation est traditionnellement, depuis leur création à la fin du XIX^e siècle, d'accorder des prêts à court terme aux grandes entreprises. La situation régulièrement déficitaire en monnaie centrale de ces banques en fait de gros emprunteurs sur les marchés monétaires ainsi que des clients privilégiés pour l'escompte à la Banque du Japon.

vés. La diversification des échéances en 1985 a également contribué à élargir le marché.

Ces certificats sont négociables. Mais la réglementation exige actuellement l'accord de l'émetteur en cas de transfert à un tiers, ce qui limite le développement du marché secondaire. Autre limite au marché des certificats de dépôts japonais : la retenue à la source, qui décourage les placements des non-résidents : c'est pourquoi les non-résidents ont réclamé la création de certificats de dépôts en euro-yens, qui ont été introduits en décembre 1984.

Récemment, les banques se sont dotées de deux nouveaux instruments dont les taux sont liés au taux du marché monétaire. Depuis mars 1985, *les certificats du marché monétaire* ont été introduits ; ce sont des dépôts à taux égal à celui des certificats de dépôts, minoré de 0,75 %. Ils sont pour l'instant réservés aux montants supérieurs à 50 millions de yens (soit environ 2 millions de francs). De plus depuis octobre 1985, les taux de dépôts à terme de plus de 1 milliard de yens ne sont plus réglementés. Actuellement ces placements sont encore réservés aux grandes entreprises, mais l'abaissement progressif prévu des minimums requis tendra par la suite à généraliser l'usage des taux du marché monétaire dans la fixation du taux des dépôts bancaires, comme aux Etats-Unis depuis la suppression de la réglementation Q.

Parmi les nouvelles créations sur le marché monétaire, il faut noter en juin 1985 l'ouverture d'un marché des acceptations bancaires et en septembre celle d'un marché à terme des taux d'intérêt. Imposé par les accords Oba-Sprinkel, le marché des acceptations bancaires est resté très réduit ; les taxes importantes dont il est l'objet ainsi que la facilité du crédit bancaire dans la période actuelle explique ce désintérêt des sociétés japonaises.

Avant de conclure ce panorama sur le marché monétaire, il faut remarquer l'absence d'un vrai *marché des bons du Trésor*. Les bons du Trésor ne représentent actuellement que 10 % de la dette publique, les 90 % restant étant financés par obligations. De plus, les bons existants sont émis à des taux d'intérêt fixés par le ministère des Finances, en deçà du taux d'escompte officiel, c'est-à-dire sans rapport avec les taux du marché monétaire. Les émissions se font par offre de souscription publique, la Banque du Japon achetant les invendus c'est-à-dire, compte tenu des taux pratiqués, 90 % des émissions. De nombreuses discussions sont actuellement en cours pour créer un véritable marché ouvert des bons du Trésor. L'arrivée à échéance des obligations à dix ans émises à partir de 1975 pose actuellement le problème du refinancement de la dette publique. L'emploi de titres à court terme dans le financement ultérieur permettrait d'éviter le remboursement groupé imposé par les échéances obligataires et donc d'avoir une gestion plus souple de la dette publique. Cependant, la création d'un vaste marché des bons du Trésor ouvert aux agents non financiers créerait un coût supplémentaire en termes de charges d'intérêt et le ministère

des Finances a jusqu'à présent montré quelque réticence à cette création. Les Américains l'ont réclamé, sans succès, dans les accords Oba-Sprinkel. La Banque du Japon y est également favorable, car elle y voit un moyen de mener une véritable politique d'open-market. Aucune date n'a pour l'instant été fixée et la création de ce marché est maintenant au centre des discussions sur la libéralisation ultérieure.

La désécialisation des institutions financières

Le système financier japonais est fortement compartimenté : la distinction entre banques et maisons de titres était jusque récemment incontournable et à l'intérieur du système bancaire les rôles étaient bien définis : certaines institutions financières sont spécialisées dans les prêts aux petites entreprises, d'autres dans les prêts à l'agriculture ; les city banks ne doivent théoriquement prêter qu'aux grandes entreprises des villes et à court terme, les banques de crédit à long terme seulement à long terme. L'autre trait caractéristique du système japonais est la coexistence d'un secteur privé et d'un secteur public. Le secteur public qui bénéficie des fonds collectés par les caisses d'épargne postales, est en expansion continue aux dépens du secteur privé, ce qui soulève des revendications croissantes de privatisation du système postal. Le tableau 6 récapitule l'ensemble des institutions financières en montrant l'évolution de leur part de marché de 1970 à 1984.

Le décloisonnement a porté sur deux points essentiels. Le premier est le *partage des activités entre banques et maisons de titres*. En mai 1981, une nouvelle loi bancaire est entrée en application ; elle a ouvert une partie des barrières très strictes existant auparavant. Depuis avril 1983, les banques ont pu vendre des titres d'Etat sur le marché secondaire et depuis juin 1984 elles se sont engagées dans le courtage des titres publics. En contrepartie, les maisons de titres ont créé des comptes en obligations ouverts aux ménages et assez proches par leur liquidité des dépôts bancaires traditionnels. Les maisons de titres ont également commencé à faire des prêts aux ménages, sous garantie de titres d'Etats. Les revendications des maisons de titres à accroître leur activité ont été accueillies par le gouvernement d'autant plus facilement que celles-ci ont dû accroître récemment leur part dans l'absorption du financement de la dette publique. De plus, l'arrivée des maisons de titres étrangères sur le marché de Tokyo va les mettre dans une situation de concurrence nouvelle.

Le deuxième point du décloisonnement concerne la *désécialisation à l'intérieur même du système bancaire*. Là, il s'agit moins d'une déréglementation formelle que d'un élargissement de fait des activités des différentes banques. Les city banks, qui sont les plus grandes banques japonaises et détiennent environ la moitié des ressources bancaires, ont nettement profité de cette période de libéralisation. D'une part, la disparition de fait de l'encadrement du crédit depuis 1981, leur a permis d'étendre

TABLEAU 6

Les principales institutions financières

Banque centrale				
Institutions financières privées (83 %/75 %)*	Banques commerciales ordinaires	City banks (12)** Banques régionales (63) Banques étrangères (65)	Banques étrangères (0,4 %/0,8 %)	
	Banques spécialisées	Banques de crédits à long terme (3) Banques gérant des fonds en trust (7) Banque spécialisée dans le commerce extérieur (1)	Banques japonaises (48 %/40 %)	
	Institutions financières non bancaires spécialisées	Institutions financières pour les petites entreprises (996) Institutions financières pour l'agriculture, la forêt et la pêche (4 404)	(23 %/21,4 %)	
	Autres institutions financières	Compagnies d'assurance (45) Maisons de titres (218) Compagnies de financement du logement (8)	(11 %/13 %)	
Institutions financières du gouvernement (17 %/25 %)	Banques (2) Sociétés (10) Autres		(8 %/9 %)	
		Bureaux de poste (23.490) Trust Fund Bureau (1)	(9 %/16 %)	

* Les pourcentages figurant entre parenthèses indiquent la part dans le total de l'actif de l'ensemble des institutions financières, hors banque centrale, en 1970 pour le premier et 1984 pour le second.

** Les nombres entre parenthèses indiquent le nombre d'institutions dans chaque catégorie.

Source : « Banking system in Japan » [12]. Annual Report on National Accounts, Economic Planning Agency.

leurs prêts. Initialement réservés aux grandes entreprises urbaines, les prêts des city banks se sont maintenant tournés vers les petites et moyennes entreprises⁵, car les grandes entreprises empruntent de plus en plus sur les marchés internationaux. De même alors que ces prêts devaient initialement être à court terme, on note un allon-

5. Les petites entreprises, au capital inférieur à 100 millions de yens ou de moins de 300 employés représentaient 75 % du total des prêts à l'industrie des city banks en juin 1985, contre 26 % en 1968.

gement de l'échéance moyenne. Les banques régionales qui prêtent normalement aux petites et moyennes entreprises et les banques de crédit à long terme ont donc été de plus en plus concurrencées sur des marchés qui leur étaient auparavant plus ou moins réservés. Cela tient à la disparition de l'encadrement du crédit, mais aussi à l'introduction de nouvelles ressources bancaires déréglementées comme les certificats de dépôts qui ont permis aux city banks, traditionnellement déficitaires en monnaie centrale, d'élargir leur assiette de prêts. La déréglementation prévue des dépôts bancaires accentuera encore la concurrence et donnera sans doute lieu à une refonte complète du système bancaire visant à redistribuer des rôles de plus en plus contestés.

La conduite de la politique monétaire

La politique monétaire repose sur une réglementation des taux d'intérêt et un contrôle de la liquidité bancaire obtenu grâce à la fixation de plafonds de réescompte. Les city banks étant en situation de déficit permanent, elles se refinancent largement auprès de la banque centrale par l'escompte et sont donc très sensibles à toute variation de leurs plafonds. Le resserrement de la liquidité bancaire, par contingentement de l'escompte, renchérit le taux d'intérêt inter-bancaire ; ce taux est extrêmement flexible et peut monter de plusieurs points très rapidement (graphique 2) ; ce qui augmente d'autant le coût de refinancement. Comme le taux d'intérêt du crédit est rigide et réglementé (fixé à 0,5 point au-dessus du taux de l'escompte pour le taux de base), les banques ne peuvent répercuter ce supplément de coût sur leur clientèle. Ainsi la hausse du taux inter-bancaire fait chuter la rentabilité marginale du crédit et les banques réduisent d'elles-mêmes leurs prêts. Du fait de la dépendance des entreprises à l'égard du crédit bancaire, l'investissement a alors tendance à se réduire et l'objectif final de la politique monétaire, qui est de contenir la demande intérieure, est donc atteint. Ce dispositif était également complété jusqu'en 1981 par un encadrement du crédit s'exerçant sous forme de contrainte morale.

Cette politique suppose que plusieurs conditions de validité sont réunies : notamment les fortes dépendances des banques vis-à-vis de la banque centrale — pour que le plafonnement de l'escompte soit contraignant — et des entreprises auprès des banques — pour que celles-ci limitent leurs dépenses avec la réduction du crédit bancaire —. Ces deux conditions ont eu tendance à disparaître ces dernières années. Avec la déréglementation et l'ouverture des frontières, les grandes entreprises ont en fait de moins en moins reposé sur le crédit bancaire interne (tableau 3). Vouloir dans ces conditions limiter le crédit conduisait à réduire l'activité bancaire, susciter la désintermédiation sans finalement atteindre les objectifs ultimes de la politique monétaire, c'est-à-dire l'action sur la demande globale. L'encadrement du crédit a donc disparu en pratique depuis 1981. De plus, la diversification des ressources des banques, résultant des certificats de dépôts et des possibilités d'emprunts à l'étran-

ger, a nettement diminué leur dépendance à l'égard de la banque centrale (tableau 4) ; d'où une perte d'efficacité dans le déroulement du mécanisme.

A l'avenir, la part de plus en plus grande des ressources à taux déréglés dans le passif bancaire imposera certainement une liaison du taux de base bancaire avec celui du marché monétaire. Les banques réclament de plus en plus cette indexation ; l'indexation actuelle sur le taux de l'escompte s'explique en effet de moins en moins à mesure que l'escompte perd son importance dans les ressources bancaires. Le mécanisme décrit précédemment disparaîtra alors complètement puisqu'il repose justement sur la rigidité du taux de crédit par rapport au taux du marché monétaire.

Dans ces conditions, la Banque du Japon compte de plus en plus exercer une politique visant à contrôler le taux d'intérêt sur le marché inter-bancaire en utilisant les canaux de transmission classiques de la politique monétaire. Le développement actuel des marchés ouverts permet en effet d'agir directement sur la demande de monnaie des agents non financiers en faisant varier le taux du marché monétaire. Le taux du marché monétaire est devenu pour les grandes entreprises japonaises un coût d'opportunité de l'investissement, les périodes de tension sur les taux favorisant davantage les placements financiers que l'investissement productif. Schématiquement, la politique monétaire qui s'appuyait avant sur la rigidité des taux utilise donc maintenant leur flexibilité. Elle agit directement sur la demande d'investissement, au lieu de transiter comme précédemment par les comportements de marges du système bancaire. Ce raccourcissement des canaux de transmission de la politique monétaire vers la demande interne pourrait à terme en accroître l'efficacité conjoncturelle. Néanmoins, au stade actuel de l'évolution, la banque centrale n'agit pas encore sur les marchés ouverts, mais sur le seul marché inter-bancaire. C'est seulement par la création d'un important marché des bons du Trésor, que la banque centrale pourrait donner une assise plus large à sa politique et mener réellement une politique d'open-market.

L'ouverture des frontières financières

Le système financier japonais est resté isolé des marchés étrangers jusqu'à la fin des années soixante-dix. La levée du contrôle des changes en décembre 1980 a établi théoriquement la liberté des mouvements de capitaux. Mais de nombreuses restrictions persistaient notamment quant à l'accès des non-résidents aux marchés intérieurs japonais. Ces restrictions tenaient d'ailleurs autant aux dispositions particulières concernant les non-résidents qu'au caractère globalement peu attractif des marchés de capitaux japonais. L'ensemble de la libéralisation interne du système constitue donc l'enjeu majeur de l'internationalisation. C'est pourquoi l'accord américano-japonais de mai 1984 qui visait à internationaliser le yen portait en très large partie

ves d'appréciation du yen. La première *émission d'obligations japonaises sur les marchés étrangers* remonte à 1959. Après quelques émissions sur le marché américain et celui de l'euro-dollar dans les années soixante, les émissions ont été restreintes

Pour se donner une vision assez large de l'état actuel d'ouverture du marché financier japonais, on regardera l'évolution des opérations financières des Japonais à l'étranger, puis on se tournera vers l'accès des non-résidents aux marchés internes japonais. On considérera ensuite l'extension de l'usage du yen sur les marchés internationaux.

Les opérations des résidents japonais en pleine internationalisation

L'encadrement du crédit interne et les procédures administratives compliquées pour émettre sur le marché financier domestique ont incité très tôt les entreprises japonaises à chercher des sources de financement à l'étranger. La loi de 1980 a ensuite facilité ces pratiques et également libéré les possibilités de placements à l'extérieur. Depuis, investissements et emprunts japonais sur les marchés étrangers ont connu un développement très rapide.

- *La montée des emprunts à l'étranger des sociétés japonaises.*

Dès les années soixante-dix, les sociétés japonaises ont eu recours à deux modes de financement extérieurs : les prêts bancaires en devises (« impact loans »), généralement à court terme et les émissions d'obligations à l'étranger. Progressivement les conditions d'attribution de ces emprunts ont été assouplies et ceux-ci se sont multipliés depuis le début des années quatre-vingt. Alors que les emprunts en devises ne représentaient encore que 7,8 % du total des fonds levés par les grandes entreprises entre 1975 et 1979, cette proportion a atteint 22,7 % en moyenne entre 1980-1983 (tableau 3). La tendance à l'internationalisation du passif des grandes entreprises est manifeste : en 1983, 45,5 % de leurs ressources externes provenaient de l'étranger. Ce phénomène s'étend maintenant également aux petites et moyennes entreprises.

Les prêts bancaires en devises ont commencé à se développer dans les années soixante-dix, mais leur usage était alors strictement limité et seules les banques étrangères avaient le droit de les octroyer. En 1980, l'autorisation de ces prêts par les banques japonaises et la levée des restrictions sur leur destination ont permis un véritable essor de ce mode de financement, qui assure la couverture des risques de change. De plus en plus de petites et moyennes entreprises y ont recours. Ce mode de financement s'est encore développé davantage dans les derniers mois avec les perspectives d'appréciation du yen. La première *émission d'obligations japonaises sur les marchés étrangers* remonte à 1959. Après quelques émissions sur le marché américain et celui de l'euro-dollar dans les années soixante, les émissions ont été restreintes

en 1971 pour limiter les entrées de capitaux. Après le premier choc pétrolier cependant, ce mode de financement a été de nouveau encouragé et il connaît depuis une expansion considérable. En 1983, 22,9 % du financement externe des grandes entreprises japonaises provenaient des émissions d'obligations étrangères (tableau 3). Parallèlement, les entreprises ont déserté le marché financier domestique : depuis 1982 leurs émissions d'obligations à l'étranger dépassent largement leurs émissions sur le marché intérieur (tableau 7).

TABLEAU 7

Emissions d'obligations des sociétés non financières privées japonaises

En milliards de yens

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985*
— Sur le marché domestique	747,4	301,8	563,0	1 050,4	632,5	298,6	857,7	1 751,2
— Sur les marchés étrangers	142,0	396,1	214,2	299,7	892,7	1 286,0	1 420,2	3 351,2
(en % du total)	(16,0)	(30,5)	(27,6)	(22,2)	(58,5)	(81,2)	(62,3)	(65,7)

* Premier trimestre, en rythme annuel.

Source : Banque du Japon, *Economic Statistics Monthly*.

Cette évolution est étonnante d'un point de vue macroéconomique puisque l'ampleur de l'épargne interne japonaise interdit de penser qu'il pourrait y avoir un effet d'éviction sur le marché financier, dû à la forte demande publique. L'explication de cette tendance spontanée à la recherche de capitaux étrangers réside dans l'inefficacité du marché financier japonais. La nécessité de présenter des garanties hypothécaires et les procédures longues et compliquées rendent l'accès au marché interne peu engageant par rapport aux marchés étrangers. De plus les coûts et les commissions diverses sont très élevés : l'étude de E. Sakakibara et Y. Nogao [27] montre que le coût d'émission sur le marché japonais s'élève en moyenne à 0,76 % l'an de la valeur faciale au-delà du rendement distribué au prêteur, contre 0,38 % aux Etats-Unis et 44 % en Suisse et en Allemagne. Le marché suisse est le marché de prédilection des sociétés japonaises, qui y émettent régulièrement plus de la moitié de leurs obligations étrangères. Les faibles taux d'intérêt pratiqués et la simplicité des procédures d'émission expliquent ce choix. Le marché de l'euro-dollar et les marchés américain et allemand absorbent la majorité des émissions restantes.

Le manque d'attrait du marché financier interne, en repoussant la demande d'emprunts des entreprises à l'étranger, contribue sans doute à modérer les taux d'intérêt sur le marché interne. Le financement du déficit public bénéficie ainsi de conditions plus avantageuses. L'impact de ce financement externe sur la balance des paiements japonaises se lit au tableau 8, ligne B5.

• *L'attraction des titres américains*

Les placements à l'étranger des résidents japonais se sont constitués à une vitesse impressionnante après la levée du contrôle des changes de 1980. La loi de 1980 a libéré entièrement les restrictions existantes sur l'acquisition de titres et de dépôts en devises. Les taux d'intérêt sur les dépôts en devises ont été déréglementés et se sont donc situés à des niveaux proches de ceux des euro-monnaies.

La masse des titres achetés par les résidents japonais à l'étranger a été multipliée par dix de 1980 à 1984 (tableau 8, ligne A4). Ce sont en large majorité des titres américains, achetés en raison des taux d'intérêt élevés qui prévalaient depuis 1981. Le différentiel de taux d'intérêt à long terme ⁶ justifie ces opérations. Les institu-

TABLEAU 8

Flux de capitaux à long terme de la balance des paiements japonaise

En milliards de dollars

	1980	1981	1982	1983	1984	(En rythme annuel) 1985 1 ^{er} semestre
A) ACTIF TOTAL	10,8	22,8	27,4	32,5	56,8	68,4
dont :						
1 - Investissements directs	2,4	4,9	4,5	3,6	6,0	5,9
2 - Crédits commerciaux	0,7	2,7	3,2	2,6	4,9	3,8
3 - Prêts aux non-résidents	2,6	5,0	7,9	8,4	11,9	8,7
4 - Titres acquis sur les marchés étrangers	2,8	6,7	7,2	14,6	28,4	43,6
(dont obligations)	(3,0)	(6,8)	(6,1)	(12,5)	(26,8)	(42,5)
5 - Obligations « samurai »	1,0	2,7	3,5	2,9	4,0	5,0
B) PASSIF TOTAL	13,1	13,1	12,4	14,8	7,1	13,4
dont :						
1 - Investissements directs	0,3	0,2	0,4	0,4	0	0,4
2 - Crédits commerciaux	0	0	0	0	0	0,1
3 - Prêts reçus	- 0,2	- 0,2	- 0,2	0	- 0,1	- 0,1
4 - Titres acquis sur les marchés japonais	11,9	11,8	7,6	8,4	- 0,2	1,1
(dont obligations)	(5,3)	(5,9)	(5,0)	(2,4)	(3,5)	(- 0,1)
5 - Obligations émises à l'étranger	1,2	1,4	4,3	5,7	7,4	11,9
Sorties nettes de capitaux à long terme	2,3	- 9,7	- 15,0	- 17,7	- 49,7	- 55,0

Source : Banque du Japon, *Balance of payments Monthly*.

6. En moyenne sur les trois premiers trimestres 1985 le taux des obligations d'Etat à long terme était aux Etats-Unis de 11,1 % et au Japon de 6,4 %. Cette différence de taux d'intérêt de 4,7 % l'an permet en 10 ans de réaliser un gain de 58 % en achetant des titres américains par rapport aux titres japonais. Un tel gain apparaît sans doute suffisant aux opérateurs japonais pour faire face au risque de change encouru.

tions financières sont à 60 % responsables de ces achats de titres étrangers, mais les ménages et les entreprises ont également participé à cette internationalisation des actifs japonais.

Dans le bilan des banques, les créances sur l'étranger représentaient en 1984 8,3 % de l'actif contre 6,3 % en 1980⁷. La suppression des plafonds de conversion de devises en 1984 a encore accéléré cette évolution. Le portefeuille de titres des institutions financières s'est aussi largement ouvert sur l'étranger. Les compagnies d'assurance, dont l'importance est considérable au Japon puisqu'elles gèrent avec les trust banks les fonds de retraites des entreprises et des particuliers, ont investi massivement en titres étrangers, surtout américains, à mesure que la législation le leur permettait⁸. Actuellement 21,5 % de leurs titres sont des titres étrangers.

La part des placements en devises dans l'accroissement des actifs financiers des grandes entreprises s'est aussi considérablement accrue de 2,4 % entre 1975 et 1979 à 29,9 % entre 1980 et 1983 ; elle a même atteint 47,8 % en 1983 (tableau 9). Cette internationalisation de l'actif financier des grandes sociétés s'est produite alors même que le marché intérieur devenait plus attractif : le succès des certificats de dépôts depuis 1979 n'a pas freiné l'attraction des placements en devises.

TABLEAU 9

Placements des grandes sociétés privées

En % du total

	1970-74	1975-79	1980-83	1983
Placements en yens	97,2	97,6	60,1	52,2
— Dépôts, billets	58,9	35,6	15,3	— 18,0
— Certificats de dépôts	—	3,9	13,4	18,5
— Titres	38,3	58,1	31,4	51,7
Placements en devises	2,8	2,4	29,9	47,8
— Dépôts en devises	2,2	0,9	21,9	34,1
— Titres	0,6	1,5	10,0	13,7
Total	100	100	100	100

Source : Banque du Japon [3].

7. Source : Annual Report on National Accounts, Economic Planning Agency, chiffres à la fin du mois de mars.

8. Sur le comportement des sociétés d'assurances en matière de placements à l'étranger, on peut consulter OCDE [22], p. 25-26.

Un accès encore restreint des non-résidents aux marchés japonais

• *Des emprunts limités*

Les emprunts des non-résidents sur les marchés intérieurs japonais prennent essentiellement la forme de prêts syndiqués et d'émissions d'obligations en yens appelées obligations Samuraï. Ces deux modes de financement ont vu leurs conditions d'accès s'assouplir progressivement. Réservés dans les années soixante-dix aux gouvernements ou institutions internationales, ils peuvent maintenant être attribués aux grandes sociétés privées. De plus, alors que ces obligations étaient jusqu'à présent surtout émises par les gouvernements des pays en voie de développement, les négociations récentes pour une émission du Trésor américain pourraient changer la nature de ce marché Samuraï et le rendre plus intéressant pour les investisseurs japonais. Le marché Samuraï est beaucoup plus libre que celui des obligations domestiques ; notamment les émissions peuvent y être effectuées sans les garanties requisés sur le marché interne. Cependant malgré leur développement, les obligations Samuraï restent bien en deçà des obligations émises par les Japonais à l'extérieur (comparaison des lignes A5 et B5 du tableau 8).

• *Des placements relativement peu demandés*

Les transactions des non-résidents sur les marchés financiers japonais se sont nettement accrues durant les dernières années. Sur le marché financier, les achats des non-résidents ont été multipliés par 6 de 1979 à 1984⁹. Cependant ces achats ont été accompagnés de reventes également importantes. Les achats nets ont en fait régressé depuis 1981. De même, sur les marchés monétaires où les non-résidents peuvent opérer — marchés des certificats de dépôts et des obligations réméré (Gensaki) — on constate un désengagement net depuis 1981.

D'après les calculs menés par H. Okumara [23] sur les données du ministère des Finances, l'ensemble des actifs des non-résidents au Japon, obligations, titres du marché monétaire et dépôts bancaires, s'élevait à 95,5 milliards de dollars fin 1984. Ce chiffre est assez faible par rapport à celui obtenu pour les Etats-unis : 451,9 milliards de dollars et pour l'Allemagne fédérale : 287,5 milliards de dollars. L'internationalisation des marchés intérieurs japonais reste donc peu avancée et son rythme de progression est faible.

La régression depuis 1981 des avoirs des non-résidents au Japon s'explique d'abord par la résorption des excédents de l'OPEP et l'absence de pays très fortement excédentaire — excepté le Japon — depuis cette date, puis par des taux d'intérêt bien

9. Comptabilisés en dollars, ces achats bruts sont passés de 16,9 à 102,5 milliards de dollars de 1979 à 1984, source : Bank of Japan, *Balance of Payments Monthly*.

inférieurs aux taux américains. Mais la nature des marchés japonais est également en cause. La réglementation pesant sur les dépôts en yens même lorsqu'ils sont détenus par les non-résidents, la retenue à la source sur le revenu des titres et les commissions élevées sur le marché financier dissuadent également les non-résidents d'investir sur les marchés japonais. Le manque de diversification des instruments financiers et notamment l'absence de bons du Trésor sont des obstacles au développement des investissements étrangers en yens.

L'utilisation du yen à l'étranger et le marché de l'euro-yen

Comme monnaie de placement, l'utilisation du yen par les non-résidents reste donc tributaire de la libéralisation ultérieure des marchés financiers. Comme monnaie de facturation des échanges, la situation du yen apparaît très différente suivant que l'on considère les importations ou les exportations.

La proportion d'importations japonaises libellées en yens reste très basse, de l'ordre de 4 % du total. Le fort contenu en matières premières et énergie des importations japonaises explique cette faible utilisation du yen, puisque les prix de ces produits sont fixés en dollars sur les marchés mondiaux. Les sociétés japonaises ne semblent pas souffrir de cette situation ; d'une part, elles peuvent se couvrir à terme contre les fluctuations des cours ou encore répercuter ces variations sur leurs prix ; d'autre part, elles empruntent en dollars sur les marchés américains ou de l'euro-dollar.

L'utilisation du yen a, au contraire, fortement progressé pour la dénomination des exportations japonaises. En 1984, on estime à 34 ou 39 % selon les sources ¹⁰, la proportion des exportations libellées en yens, contre 17 % en 1975. Vers l'Amérique du Nord, l'utilisation du dollar reste prépondérante. Par contre, vers l'Europe les exportations japonaises sont de plus en plus libellées en yens (pour 59 % en 1982). Les prêts en euro-yens ont donc dû se développer pour financer ces exportations japonaises vers l'Europe. La taille du marché de l'euro-yen a ainsi presque triplé depuis 1980 (tableau 10). Cependant, ce marché reste encore petit par rapport à celui de l'euro-dollar et même de l'euro-deutsche mark et l'euro-franc suisse (tableau 10). La position créditrice du Japon ne contribue évidemment pas à nourrir spontanément le marché comme cela a pu être le cas pour celui de l'euro-dollar alimenté par le déficit commercial américain. Le développement du marché de l'euro-yen passe davantage par un choix délibéré des non-résidents.

10. MITI : 39 %, ministère des Finances : 33,7 %.

TABLEAU 10

Taille du marché de l'euro-yen

En milliards de dollars

	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (juin)
Taille des euromarchés* :						
— yen	10,6	16,5	15,5	17,2	22,1	29,5
— franc suisse	51,2	62,4	59,7	58,4	51,9	55,8
— Deutsche Mark	126,3	124,9	126,7	122,2	115,9	120,9
— dollar	594,5	687,1	711,9	756,2	778,9	784,5
Emissions d'euro-obligations :						
— yen	n.d.	0,4	0,4	0,2	1,2	3,7
— Deutsche Mark	3,6	1,3	2,6	3,8	4,6	7,3
— dollar	16,4	26,8	44,0	38,4	63,6	103,7

* Décomposition des avoirs extérieurs des banques déclarantes à la BRI, en encours à fin décembre.

Source : BRI, rapports trimestriels ; Morgan Guaranty trust, World Financial Market.

Le marché des euro-émissions est encore peu développé. Ouvert en 1977, il est resté jusqu'en 1983 réservé aux gouvernements étrangers ou aux institutions financières internationales comme la Banque Mondiale. En 1983, avec 0,2 milliard de dollars, il ne représentait que 0,4 % des euro-émissions internationales.

Après la visite du président Reagan en septembre 1983 et la création du Comité ad hoc yen/dollar, des mesures d'extension de ce marché ont été prises. Depuis avril 1984, les résidents japonais peuvent y émettre ; cependant les conditions d'admission restent draconiennes puisque seulement 30 sociétés japonaises sont actuellement concernées. L'enjeu de ce marché pour les résidents japonais est tout-à-fait crucial car son développement ultérieur imposera certainement une réforme du marché financier interne, qui sera obligé de s'aligner sur les conditions du marché libre.

En décembre 1984, l'accès des non-résidents au marché des obligations en euro-yens a aussi été élargi aux sociétés privées cotées 3A ou plus et éligibles au marché Samuraï. Il y a eu un nouvel assouplissement en avril 1985. Résultat : au premier semestre 1985, les émissions avaient atteint 1,9 milliard de dollars, soit 2,8 % de l'ensemble des euro-émissions, contre 0,4 % en 1983. Le marché Samuraï reste plus actif avec 2,5 milliards de dollars d'émissions, au premier semestre 1985. Sur ces deux marchés, malgré l'avancée très nette de ces dernières années le développement des émissions reste encore contenu par le caractère très progressif de la libéralisation.

Le dernier volet de l'utilisation du yen à l'étranger est celui d'instrument de réserves officielles et d'interventions sur le marché des changes. La part du yen dans les

réserves officielles est passée de 2 % en 1976 à 5,2 % en 1984 ¹¹, là aussi l'évolution est certaine mais lente ; il ne semble pas qu'il y ait prochainement une accélération rapide dans cette utilisation officielle du yen.

Les placements internes sont encore peu attractifs par rapport aux placements étrangers, ce qui se traduit par des sorties massives de capitaux dans la balance des paiements. Malgré des excédents courants très importants en 1984 et au premier semestre 1985, les sorties de capitaux à long terme sont telles que la balance de base est largement déficitaire (tableau 11). Ce sont donc les banques japonaises qui financent ce déficit global des agents non financiers.

Cette situation est un obstacle à la hausse du yen ¹². En effet, les sorties de capitaux donnent lieu à des ventes de yens sur le marché. Or les entrées de capitaux monétaires finançant le solde global de la balance ne compensent pas ces ventes car elles sont réalisées en général par des swaps entre banques, qui restent neutres sur le marché des changes. C'est bien là l'enjeu des négociations sur la libéralisation ultérieure : rendre les placements internes plus attractifs, pour les résidents et les non-résidents afin que ces sorties nettes de capitaux excessives se résorbent. Le cours du yen pourrait alors tendre à refléter davantage les conditions réelles de l'économie japonaise.

TABLEAU 11

Balance des paiements japonaise

En milliards de dollars

	1980	1981	1982	1983	1984	1985 - 1 ^{er} semestre
Balance courante	- 10,7	4,8	6,9	20,8	35,0	40,0
Balance des capitaux à long terme	2,3	- 9,7	- 15,0	- 17,7	- 49,7	- 55,0
Balance de base	- 8,4	- 4,9	- 8,1	+ 3,0	- 14,6	- 14,9
Balance des capitaux à court terme	3,1	2,3	- 1,6	0	- 4,3	- 0,8
Erreurs et omissions	- 3,1	0,5	4,7	2,1	3,7	7,1
Total de la balance non monétaire	- 8,4	- 2,1	- 5,0	5,2	- 15,2	- 8,6

Source : Banque du Japon, *Balance of payments Monthly*.

11. Source : *Rapport Annual du FMI, 1985*.

12. Pour une analyse de l'impact de la libéralisation sur le taux de change du yen, voir : A. Brender, P. Gaye et V. Kessler [7] : « L'Etude de Eken [10] est sur ce point peu conclusive ».

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Japon :

- [1] « Money and Banking in Japan », the Bank of Japan Economic Research Department, Macmillan, 1973.
 - [2] « Features of Recent Corporate Financing », *Special Paper* n° 100, mai 1982.
 - [3] « Features of Corporate Financing in the Recent Easy - Money Period », *Special Paper* n° 118, avril 1985.
 - [4] « Flow of Funds in Japanese Economy in year », *Special Paper*, publié chaque année.
 - [5] « *The Annual Review of Monetary and Economic Developments in year n* », rapport annuel.
-
- [6] Brender, A. *Socialisme et cybernétique*, Calmann-Levy, 1977.
 - [7] Brender, A., Gaye, P. et Kessler, V. *L'après-dollar*, *Economica*, à paraître en 1986.
 - [8] Dosse, Ch. « Le système financier japonais », *Revue Banque*, janvier et février 1981.
 - [9] Dourille, E., Fouquin, M., de Mautort, L. et de Saint-Vaulry, A. « le Japon : transformations industrielles, croissance et internationalisation », *Economie Prospective Internationale*, n° 15, 1983, La Documentation française.
 - [10] Eken, S. « Integration of Domestic and International Financial Markets : the Japanese experience », *IMF Staff Papers*, septembre 1984.
 - [11] Economic Planning Agency : *Economic Survey of Japan 1983-1984*.
 - [12] Federation of Bankers Associations of Japan, *Banking System in Japan*, 1984.
 - [13] Fukao, M. et Okubo, T., « International Linkage of Interest rates : the Case of Japan and the United States », *International Economic Review*, février 1984.
 - [14] Hamada, K. et Ishiyama, « On the Disequilibrium of the Commercial Loan Market in Japan », *the Economic Review*, juillet 1977.
 - [15] Hayden, E. « Internationalizing Japan's Financial System » in *Japan's Economy Copying with Change in the International Environment*, Okimoto, O. ed. 1982.
 - [16] Horiuchi, A. : « The « Low » Interest Rate Policy and Economic Growth in Postwar Japan », *The Developing Economies*, décembre 1984.
 - [17] Ito, T. et Veda, K. « Tests of the Equilibrium Hypothesis in Disequilibrium Econometrics » an International Comparison of credit rationing ». *International Economic Review*, octobre 1981.
 - [18] Joint Economic Committee : *The Japanese Financial System in Comparative Perspective*, Congress of United States, mars 1982.
 - [19] Kuroda, I. « Mechanism of Bank-loan Rates Dertermination in Japan », Bank of Japan, *Discussion paper* n° 3, octobre 1980, Reexamination of the traditional theory and view.
 - [20] Michel, P. « Le système financier du Japon », *cahiers du CERNEA*, n° 14.
 - [21-22] *Japon, études spéciales OCDE*, juillet 1984 et août 1985.

- [23] Okumura, H. *Internationalization of the Yen : Present Situation and Policy Choice*, NBER-NIRA Joint Study Group, à paraître au NBER, début 1986.
- [24] Otani, I. et Tiwari, S. « Capital Controls and Interest Rate Parity : the Japanese Experience : 1978-1981 », *IMF Staff Papers*, décembre 1981.
- [25] Patrick, H. « Japanese Financial Development in Historical Perspective, 1968-1980 », Economic Growth Center, Yale University — *Center Discussion Paper*, n° 398, mars 1982.
- [26] Sakakibara, E. et Kondoh, A. « A Study on the internationalization of Tokyo's Money Market », Japan Center for International Finance, *Policy Study Series* n° 1, juin 1984.
- [27] Sakakibara, E. et Nagao, Y. « Study on the Tokyo Capital markets », Japan Center for International Finance, *Policy Studies Series* n° 2, mars 1985.
- [28] Seo, J. « The Efficiency of Japan's Foreign Exchange Market and Features of Recent Rate Movements » Bank of Japan, *Discussion Papers Series*, n° 9, octobre 1981.
- [29] Suzuki, Y. *Monetary and Banking in Contemporary Japan*, Yale University Press, 1980.
- [30] Suzuki, Y. *Changes in Financial Asset Selection and the Development of Financial Markets in Japan*, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, octobre 1983.
- [31] Suzuki, Y. *Financial innovation and Monetary Policy in Japan*, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, juin 1984.
- [32] Suzuki, Y. *Monetary Policy in Japan : Transmission Mechanism and Effectiveness*, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, décembre 1984.
- [33] Takeda M. *A Theory of Loan Rate Determination in Japan*, Bank of Japan Monetary and Economic Studies, mai 1985.
- [34] Taguchi « A Survey of the International Use of the Yen », *BIS working paper* n° 6, août 1982.

STATISTIQUES UTILISEES

Economic Statistics Annual, Banque du Japon.

Economic Statistics Monthly, Banque du Japon.

Balance of Payments, Monthly, Banque du Japon.

Annual Report on National Accounts, Economic Planning Agency.

