

LA DÉRÉGLEMENTATION FINANCIÈRE AU JAPON

ALAIN GUILLOUËT *

Le Japon est devenu membre du Fonds Monétaire International en 1952. Au même moment, il rouvrait le marché des changes de la place de Tokyo. Ce n'est pourtant qu'en 1964 qu'il adhèrera aux conditions imposées par les articles IV et VIII des statuts de l'Organisation. En acceptant ses obligations d'émetteur devant les autres économies monétaires souveraines signataires, il revenait officiellement dans la communauté financière internationale.

De 1949, date du rétablissement de la convertibilité externe partielle de la devise nipponne, à 1971, le Japon, conformément aux règles de fonctionnement du système de Bretton Woods, maintiendra le yen dans un régime de taux de change fixes. A l'instar des pratiques des autres pays industriels, l'élaboration d'un véritable arsenal réglementaire et d'un contrôle des changes de plus en plus strict organisera progressivement l'isolement de la sphère financière nipponne du reste du monde. La fin de l'étalon-dollar, qui déclenchera la hausse rapide du yen, et le début du flottement géré en 1973 poussent le Japon, dont la stratégie de croissance est fondée sur le succès de sa politique d'exportations et la garantie d'un financement stable et peu onéreux, à renforcer encore son dispositif légal restreignant ses relations financières avec l'extérieur. Jusqu'au premier choc pétrolier, le système financier national aura ainsi tendance à se rigidifier dans des structures cloisonnées à l'extrême.

Les chocs pétroliers successifs le mettront fortement à contribution. La politique restrictive menée à partir de 1973 par la Banque du Japon en réponse à l'emballement inflationniste (+25 % en 1973) se traduira par l'étranglement du crédit. En même temps, avec, d'un côté, le relèvement du taux d'épargne des ménages, et de l'autre, la chute des rendements des investissements, des marchés financiers sclérosés et un strict rationnement du crédit, les entreprises chercheront désormais à rembourser leurs énormes dettes et à placer leurs disponibilités en titres plus liquides, et les ménages à orienter leur épargne vers des placements plus rémunérateurs que les dépôts (comptes de la Poste notamment). La mutation des comportements économiques en matière d'épargne et de

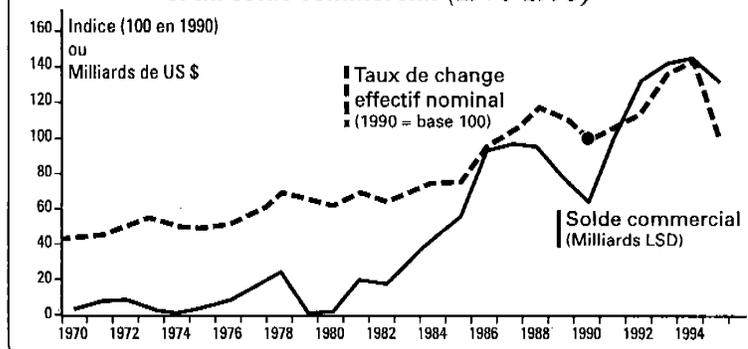
81

* *Ministre Conseiller, Ambassade de France à Tokyo, Conseiller Financier pour l'Asie. Cet article a fait l'objet d'une publication dans une note de l'Agence financière pour l'Asie du mois de juin 1997. Cette note a été préparée par C. Lacu, économiste, avec les conseils de D. Beaumé, Attaché financier. Les annexes n'ont pas été reproduites.*

financement de l'investissement qui s'engage donc à cette même époque, impose de nouvelles formes d'intermédiation. Enfin, la politique budgétaire keynésienne engagée par le Gouvernement en 1974, permettra au Japon de revenir sur un rythme de haute croissance. Mais, ayant pour contrepartie, dès 1975, l'émission massive de titres de la dette publique, en saturant un balbutiant marché obligataire, paradoxalement trop réglementé pour autoriser une grande partie des institutions financières à acheter des titres publics longs, elle aura sensiblement modifié la structure des bilans bancaires et la composition des portefeuilles des ménages. Enfin, l'accumulation d'excédents commerciaux toujours plus importants commencera à poser au Japon le problème nouveau de leur recyclage. Au total, submergées par une liquidité surabondante et donc une surcapacité de financement, les banques japonaises commencent à connaître de sérieux problèmes d'exploitation. Les événements des années soixante-dix auront finalement montré les limites du système financier en place et l'auront dès lors préparé à une nouvelle phase de son développement.

Graphique 1

**Evolution du taux de change
et du solde commercial (1970-1995)**



Source : International Financial Statistics, FMI.

La fin de cette décennie témoigne ainsi de l'amorce d'un changement. Elle sera caractérisée par une tentative de modernisation des marchés monétaire et obligataire (1976 et 1979), et l'apparition, modeste, de transactions financières en balance des paiements en 1978 et 1979, avec notamment l'adoption d'un système d'autorisation plus souple en matière d'investissements directs. Ces quelques mesures anticipent en fait le grand mouvement de restructuration de la finance japonaise des années quatre-vingt, lequel se déroulera en trois vagues successives :

1980, avec la révision de la loi sur les activités de change, 1981-82, avec la mise en place de la nouvelle loi bancaire, et surtout 1984, avec la signature de l'accord de dérèglementation rédigé sous l'égide du comité « yen-dollar », entre les japonais et les américains.

Les réformes des années quatre-vingt : début de libéralisation des marchés

La révision de la loi de 1949 sur le contrôle des changes, entrée en vigueur en décembre 1980, de même que l'accord « yen-dollar » de 1984 sont les fruits mûris, pendant plus de quatre ans, de pressions d'origines à la fois externes et internes. Externes, parce que, pendant la crise commerciale qui a affecté les relations nippo-américaines au milieu des années soixante-dix, les américains rendaient le contrôle des changes extrêmement strict qui s'exerçait sur le yen responsable de sa sous-évaluation, puisque selon leurs termes, il restreignait la demande internationale d'actifs en yens. Pressions internes aussi, parce que sur un marché du crédit saturé, les banques nippones n'arrivaient plus à recycler leurs importants liquidités, lesquelles provenaient à la fois des excédents commerciaux toujours croissants accumulés par le pays et d'une épargne des ménages élevée. Elles recherchaient de nouvelles opportunités à l'extérieur.

83

Au début des années quatre-vingt, le Japon devait rechercher de nouvelles opportunités pour recycler ses excédents. Il lui fallait donc développer l'activité internationale de ses banques, ouvrir son marché financier intérieur et réformer son système bancaire.

La révision du contrôle des changes de 1980: une ouverture de principe seulement

Le principe de la nouvelle loi prenait exactement le contre-pied de l'ancien texte, à savoir « autorisait tout ce qui n'était pas interdit ». Elle ouvrait non seulement significativement le compte de capital de la balance des paiements nipponne, mais clarifiait aussi les procédures d'autorisation encore en vigueur et confiait désormais l'entière responsabilité à la seule Direction Internationale du Ministère des Finances¹.

Si cette étape marquait un véritable changement dans les mentalités, les progrès réalisés sur le terrain étaient encore modestes. Des restrictions, importantes, demeuraient : outre le maintien d'un contrôle sur les activités internationales des institutions financières japonaises et sur la plupart des opérations liées à des transactions commerciales et d'inves-

1. Auparavant, les procédures par lesquelles les autorisations étaient accordées se répartissaient entre les services de différents ministères, lesquels, par conséquent, étaient la proie de lobbies de toutes sortes.

tissement direct, la loi dite de la « demande réelle » était maintenue, qui limitait drastiquement l'utilisation des instruments à terme et autres produits dérivés à la stricte couverture des transactions réelles. En sus, d'autres mesures réglementaires relatives à la politique de crédit et aux modes de gestion compliquaient à l'extrême la tâche des établissements financiers japonais.

La nouvelle loi bancaire de 1981

Dans une deuxième étape, la nouvelle loi bancaire, entrée en vigueur en 1982 et qui révisait les dispositions de l'ancienne loi de 1927, permettait tout d'abord de clarifier l'organisation du système, en précisant l'étendue des pouvoirs du Ministère des Finances (formalisation du système des directives orales, le « *gyosei shido* »), et en introduisant dans le corpus législatif la multitude de dispositions réglementaires qui s'étaient accumulées depuis la guerre. La présence des banques étrangères était également pour la première fois prise en compte, puisqu'un chapitre entier de la loi s'y référait², la mise en place d'un dispositif prudentiel sur la division des risques plus en rapport avec les pratiques internationales était programmée³, et le champ d'activité des banques plus strictement défini.

84

En vertu de cette nouvelle législation, la collecte des dépôts du public, le prêt et l'escompte, et les opérations de change⁴ relevaient du ressort exclusif des banques inscrites. Elles pouvaient également, au titre des activités dites « annexes », émettre des garanties, accepter des effets de commerce, proposer des opérations d'affacturage et effectuer des placements pour compte propre en valeurs mobilières⁵.

L'activité de conseil en investissement leur était également ouverte. Bien que l'article 65 de la loi bancaire sur la séparation des activités de titres et de banque demeurait en vigueur⁶, les nouvelles dispositions, grâce à un flou juridique volontaire, toléraient désormais l'entrée de ces dernières dans l'activité lucrative -mais limitée- du négoce des titres publics, via des filiales spécialisées créées à cet effet. En outre, bien que soumise à l'approbation du Ministère des Finances, la vente de certains titres aux guichets bancaires leur était, dans le principe, enfin ouverte.

2. Chap. 7 / 47-52.

3. Il s'agissait notamment de la règle selon laquelle une banque ne peut prêter à un même emprunteur plus de 20% de ses fonds propres. Cette restriction, dont les banques de crédit à long terme (LTCB) et la Bank of Tokyo étaient en partie exemptées (leur plafond était fixé à 30% et 40% resp.), a d'ailleurs provoqué l'affaiblissement des liens financiers des Keiretsu, qui disposaient de leur propre banque.

4. ... mais avec la Bank of Tokyo, seules les banques autorisées par le Ministère des Finances, (un nombre encore restreint) avaient la possibilité d'accéder directement au marché des changes.

5. Toutefois ce champs d'activité est encore strictement réglementé en fonction de la catégorie à laquelle appartient chaque banque.

6. L'Article 65 est inspiré du Glass-Steagall Act américain. Il s'agit d'un dispositif législatif dit « anti-monopole », interdisant la constitution de cartels et de positions dominantes.

Mais le bras de fer qui se déclencha alors entre les banques et les grandes maisons de titres concernant l'interprétation du flou juridique qui avait permis l'ouverture de l'activité du courtage aux institutions bancaires envenima sérieusement le débat, et l'échéance fut sensiblement retardée : les banques ne furent autorisées à entrer dans les activités de titres et de conseil en investissement qu'en 1985, en partie grâce à l'accord yen-dollar, et uniquement par rachat de sociétés déjà existantes. Là encore, le champ d'activité de ces dernières demeurait très limité.

L'accord « yen-dollar » de 1984 et ses suites

Mis en oeuvre sous la forte pression des américains, l'accord yen-dollar signé en 1984 suivait trois lignes directrices : ouvrir l'accès des emprunteurs internationaux à l'épargne nippone pour permettre l'internationalisation du yen, autoriser les institutions financières internationales à travailler sur la place japonaise et corrélativement, déréglementer les marchés financiers japonais pour que les taux de marché puissent y être formés librement.

En fait, les japonais sont allés plus loin que ce à quoi l'accord initial les astreignait et ont initié une réforme des marchés financiers, étalée de 1984 à 1989, qui allait provoquer jusqu'au début des années quatre-vingt-dix une véritable explosion de la place de Tokyo.

— La déréglementation des marchés monétaire et financiers aura ainsi débouché sur le délitement progressif (de 1984 à 1985, puis 1988 à 1989) de la pyramide des taux d'intérêt administrés, qui avait été l'un des moteurs de la période de haute croissance, avec la libéralisation des taux créditeurs sur les dépôts, la modernisation du marché monétaire par l'introduction de nouveaux instruments (certificats interbancaires et nouvelles échéances sur les bons du Trésor, qui allaient à partir de 1988 de 15 jours à six mois, élargissement des catégories de supports éligibles au titre de collatéral et effacement du système des *Tanshi*)⁷ et depuis 1985, la création d'un compartiment des prêts en blanc sur le marché interbancaire⁸, par l'ouverture des marchés obligataires nationaux aux non-résidents, et surtout par la suppression d'un pan important de la réglementation sur les activités de change (abrogation de la règle de la « demande réelle » et atténuation des restrictions sur les opérations de swap). Les plafonds fixés sur la part des titres étrangers susceptibles d'être détenus en portefeuille par les institutions japonaises

7. Les « *Tanshi* » étaient les six maisons de titres par lesquelles les banques devaient passer pour intervenir sur le marché monétaire. Leur faible nombre permettait à la Banque du Japon de surveiller de très près les évolutions du marché et, en faisant pression sur elles pour accepter ou refuser des opérations demandées par les banques, de limiter les mouvements de taux du marché autour du fixing (système « *Takene* »).

8. Avant juillet 1985, toutes les opérations interbancaires et sur le marché monétaire devaient être collatéralisées. Cette obligation rendait bien évidemment les transactions très coûteuses, et ce d'autant plus que jusqu'en 1986, — date à laquelle une partie de la dette à 10 ans fut convertie en titres de 60 jours à 6 mois —, le gisement des titres publics courts était extrêmement étroit.

(assureurs, sociétés de conseil en investissement — « i.a.c. » —, fonds de pension publics et privés) furent également relevés progressivement entre 1986 et 1989.

— L'internationalisation du yen sera ensuite accélérée par la déréglementation des euromarchés (marchés obligataires, des certificats de dépôt, billets de trésorerie et prêts bancaires internationaux), ainsi que par la création du marché « offshore » japonais (JOM) en 1986, et un peu plus tard, en 1988, du TIFFE, le marché des instruments à terme de Tokyo⁹. En même temps, les marchés obligataires nationaux se seront enrichis de nouveaux types des produits, comme les échéances à 15 ans, émises pour la première fois en 1985, les warrants et les obligations dites « dual-currency ».

— L'ouverture des métiers de l'intermédiation aux institutions financières étrangères sera, enfin, autorisée à partir de 1985, sur le marché de la gestion de patrimoine, via la création de sociétés spécialisées, et dans les activités de courtage (placement, prise ferme et négociation, mais sur les emprunts d'État uniquement). Si malgré l'effacement du système des Tanshi, le marché monétaire reste encore relativement fermé aux institutions à capitaux étrangers, en attendant son ouverture, la mise en place du segment des prêts en blanc en 1985 dont il a été question plus haut, permettra toutefois à ces derniers de trouver à meilleur coût des liquidités en yen sur place, sans nécessairement détenir d'importants portefeuilles en yens. Enfin, c'est à la même date qu'ils se sont vus accorder le droit d'acheter un siège en Bourse.

Mais, des problèmes majeurs demeuraient : la réglementation très stricte en matière de tarification des services et produits financiers empêchait les institutions étrangères de conquérir des parts de marché en jouant sur la compétitivité-prix (dans les activités de titres et en assurance surtout). La fermeture du marché de la gestion des fonds de pension aux gestionnaires étrangers, la chasse gardée des compagnies d'assurance-vie et des banques de fiduciaires, les règles strictes imposées aux institutionnels japonais en matière de placement d'actifs biaisaient également le jeu de la concurrence et, en d'autres temps (à ce moment là, la bulle spéculative commençait à se former), auraient enlevé l'essentiel de l'attrait du marché nippon. Les marges d'initiative réduites en matière d'ingénierie financière (sur les produits dérivés, dans les activités de marché et sur les caractéristiques des polices dans l'assurance), les comportements de cartel, la faible information finan-

9. L'ouverture des marchés d'euro-obligations en yen n'est toutefois pas totale et une cloison demeure entre émissions et les marchés secondaires nationaux, les premières ne pouvant être revendues sur ces marchés avant une période de « quarantaine » de 90 jours. En outre, les activités de tenue de marché y sont interdites, ce qui a pour effet de les rendre peu liquides, et les critères d'éligibilité des émetteurs, résidents comme non résidents sont encore très stricts.

cière fiable disponible et le potentiel d'arbitraire du Ministère des Finances, qui conservait toujours un pouvoir d'interdiction important dans un grand nombre de domaines, constituaient aussi des barrières dissuasives.

Poussées par un environnement économique favorable, les banques japonaises ont, dès les premières mesures de dérèglementation, progressivement développé leur activité de transformation¹⁰ et leur présence sur les marchés financiers. Pour accompagner ces changements, les autorités ont finalement procédé, en 1986, à un renforcement du cadre prudentiel de l'activité bancaire. La réforme du système d'assurance des dépôts¹¹ incluait, d'une part, une augmentation de 50 % des primes versées par les membres, qui furent fixées uniformément à 0,012 % pour l'ensemble des dépôts; Elle relevait d'autre part le plafond d'emprunt du DIC auprès de la Banque du Japon, qui passa de 50 à 500 milliards de yen, et élargit le champs d'intervention de cette dernière¹². En même temps, un contrôle plus strict des activités des banques à l'étranger était instauré, et les ratios d'adéquation des fonds propres appliqués aux établissements financiers japonais relevés¹³.

Toutefois, au début des années quatre-vingt-dix, les règles d'adéquation des fonds propres et d'information financière adoptées par les banques centrales du Groupe de Bâle, en 1988, n'étaient toujours pas appliquées par le Japon¹⁴. Le contrôle des institutions financières, réparti entre plusieurs Ministères et la Banque du Japon, restait désorganisé et en pratique inopérant du fait du manque de coopération entre ces services et des faibles moyens dont ils disposaient. En outre, une large partie du système financier n'était soumise, en théorie ou en pratique, à aucun contrôle (jusens notamment).

Ajoutées à un environnement encore très réglementé, caractérisé par un strict cloisonnement des métiers de la finance et par une forte implication des administrations, les réformes consécutives des années quatre-vingts, laissaient un goût d'inachevé.

10. Dès cette époque, elles ont commencé à étendre l'échéance moyenne de leurs prêts, signés de plus en plus pour des durées de un à cinq ans. En même temps, la maturité de leurs ressources s'est sensiblement réduite, à la suite des premières mesures de libéralisation des taux créditeurs et de la modernisation du marché monétaire, lequel offrait un panel plus varié de titres à plus court terme.

11. La Deposit Insurance Corp. (DIC), créé en 1971.

12. ...notamment aux Labour Credit Associations et à certaines coopératives agricoles, mais comme l'aura montré par la suite l'éclatement de la bulle financière, elle n'englobait toujours pas l'ensemble des institutions de prêts.

13. En particulier, les pondérations des plus-values mobilières, dans le calcul du ratio d'adéquation des fonds propres, étaient exagérément élevées.

14. Les banques japonaises travaillant sur le marché japonais avaient en effet le choix entre appliquer les ratios Cooke et un ratio « national » plus souple et calculé de sorte que celles-ci n'en subissent pas de contraintes majeures.

Les réformes des années quatre-vingt dix : le choix du modèle canadien de la filiale

Comme on vient de le voir, la déréglementation financière des années quatre-vingt, marquée par un début de libéralisation du régime de change, une première réforme bancaire et les accords dollar-yen, demeurait très graduelle. Elle visait à la fois à protéger les acteurs en place et à conserver un contrôle administratif sur un secteur aussi stratégique. Si de nouveaux marchés avaient été créés, de nouveaux instruments introduits, si la pyramide des taux administrés s'était progressivement délitée, la structure du système financier japonais demeurait fondamentalement inchangée.

Dans un contexte d'ouverture et d'internationalisation, l'extrême cloisonnement des activités financières au Japon devenait un lourd handicap pour les institutions nippones engagées dans la concurrence financière internationale, comme pour la place de Tokyo elle-même, laquelle était encore engoncée dans un arsenal réglementaire qui érodait sensiblement sa compétitivité et lui faisait perdre, depuis la fin des années quatre-vingt, d'importants marchés (changes, obligations et matières premières notamment).

88

Après cinq années de tergiversations¹⁵ et de pressions extérieures, la décision fut prise en 1990 d'engager un profond remodelage du système financier. Plusieurs options avaient été proposées par le comité en charge de la réforme, qui pouvaient dessiner la future architecture du système. Le modèle de la banque universelle et celui de la holding avaient été rejetés, le premier pour aller directement à l'encontre de la loi anti-monopole, le second, pour la même raison, mais aussi parce que trop de problèmes d'ordre juridique, notamment d'adaptation d'une réglementation foisonnante, devaient être soulevés. La proposition visant à créer de nouvelles institutions autorisées à pratiquer deux ou plusieurs activités préalablement déterminées fut également rejetée, dans la mesure où elle posait toujours des difficultés de cohérence avec la marchandisation croissante de l'économie. Finalement, en 1992, soit deux ans plus tard, le Japon optait pour une réforme à la canadienne de son système.

15. Un « Financial System Sub-committee », dépendant du Ministère des Finances, avait été créé en 1985 dans la perspective d'une éventuelle réforme du système financier japonais.

La Loi de 1992 sur le Système Financier : l'adoption du modèle « canadien »

Le décloisonnement en marche

La nouvelle loi sur le système financier, votée en juin 1992 et applicable au 1er avril 1993, maintenait le principe de la segmentation des métiers de la finance, mais, dans son principe, autorisait chaque institution financière à créer des filiales spécialisées dans les autres métiers, selon le modèle en vigueur au Canada. Elle prolongeait ainsi l'ouverture déjà engagée en 1985, en l'approfondissant et en l'élargissant aux banques et autres institutions de crédit spécialisées (BCLT et banques autorisées sur le marché des changes...).

Ainsi, les banques se voyaient accordées la possibilité d'exercer, via des filiales spécialisées, les activités de titres et la gestion fiduciaire. Réciproquement, la création de filiales permettait aux maisons de titres de pratiquer des opérations de banque commerciale, et de fiducie. En outre, la réglementation restreignant les opérations d'acquisitions entre les métiers était, en partie, levée par la loi ¹⁶.

A l'intérieur même du système bancaire, malgré la libéralisation des marchés financiers qui avait entraîné, de fait, un début d'homogénéisation des statuts, les différentes institutions apparentées aux banques commerciales (banques ordinaires, banques de crédit à long terme, coopératives de crédit...) conservaient encore en 1992 certaines des prérogatives en matière de levée de capitaux et de distribution de crédit qui faisaient leur spécificité ¹⁷. Ajoutées aux nombreuses retouches de la réglementation, ces particularités se sont, de fait, encore atténuées sous l'effet du développement des marchés financiers ¹⁸, à tel point qu'au

16. ...sous réserve du respect de la loi anti-monopole (AMA).

17. En fait, à la différence du statut bien défini de banque de trust et malgré la loi-cadre existante sur ces institutions, l'essentiel de ce qui faisait la spécificité des banques de crédit à long terme par rapport aux banques commerciales relevait du domaine réglementaire et non de la loi. Ainsi, selon les directives du Ministère des Finances, seules ces banques spécialisées avaient le droit d'émettre des obligations bancaires à « long terme », de trois et cinq ans pour constituer leur passif, alors que les autres ne pouvaient se financer sur les marchés et distribuer du crédit que sur des échéances courtes (deux ans maximum). En contrepartie, elles étaient restreintes dans le développement de leur réseau d'agences, donc dans leur capacité d'attraction des dépôts, ne pouvaient d'ailleurs en recevoir que d'entreprises, institutions financières et agents disposant en portefeuille de titres de leur dette obligataire, et ne pouvaient prêter à court terme que dans la limite de leurs dépôts de moins d'un an.

18. Les banques de crédit à long terme peuvent aujourd'hui attirer plus de dépôts, grâce aux produits de capitalisation très liquides qu'elles produisent depuis peu (quasi-dépôts), et surtout, reflet de leur « banalisation », sont maintenant autorisées à prêter à court terme sur une plus grande échelle. De leur côté, les banques commerciales « ordinaires », aussi, développent maintenant plus de produits d'épargne longue, comme les dépôts à terme supérieurs à trois ans, et peuvent émettre, depuis 1994, des certificats de dépôts à cinq ans, ce qui leur permet à la fois de stabiliser leur ressources via des émissions « pseudo-obligataires », et d'accroître leur coefficient de transformation. Enfin, la forte présence à l'international des City banks et banques de crédit à long terme leur permettent d'effectuer sur les marchés étrangers les opérations qui leurs sont encore interdites sur le territoire japonais (comme par exemple certains services de paiement en accompagnement d'investissements directs à l'étranger effectués par un client).

moment de la mise en place de la réforme, les banques spécialisées (Bank of Tokyo, banques de crédit à long terme) se sont vues à nouveau accordées le droit de demander la conversion de leurs statuts en celui de banque commerciale ordinaire¹⁹. Enfin, les activités de fiducie furent étendues aux trois banques de crédit à long terme, aux *shinkin banks* (crédit aux PME) et aux autres coopératives de crédit, lesquelles obtinrent le droit de les exercer en direct (les comptes de bilan demeurant toutefois strictement séparés). Seules les *city banks*, de taille trop importante, restaient contraintes de les conduire via des filiales.

La Loi de 1992 peut donc être considérée comme un véritable tournant dans l'histoire financière du Japon. Deux restrictions notables demeureraient malgré tout. Il s'agissait, d'une part, du contrôle du Ministère des Finances, lequel se réservait le droit de refuser une opération de rapprochement ou la création d'une filiale²⁰, d'autre part, l'existence d'une limite quand au nombre de filiales qu'il était possible de détenir.

Même assortie de nombreuses clauses restrictives²¹, la réforme marque la fin du cloisonnement du système financier japonais et le début d'une véritable concurrence. Sa révision, prévue dans le texte dans un délai de deux à trois ans devait permettre de mener à son terme la réforme, en l'approfondissant, et en élargissant son champ d'application à l'ensemble de la sphère financière, c'est-à-dire aux assurances et aux fonds de pension.

L'adaptation du dispositif prudentiel au nouvel environnement

La libéralisation financière au Japon, même très relative, accroissait sensiblement le rôle de transformation de l'épargne du système bancaire. Elle introduisait en même temps une plus grande volatilité dans la composition des actifs et des passifs, et sur le niveau de leur rémunération, et entraîna le gonflement des opérations de hors-bilan dans les comptes des institutions. De fait, aussi parce que peu avait été fait

19. Une première vague avait déjà été engagée en 1989, puis en 1991 (suppression du statut des banques « *shinkin* ») par la réforme de la Loi sur l'Amalgamation et la Conversion des Statuts des Institutions Financières. Elle avait été suivie d'une révision en 1992 qui permit de rapprocher les BCLT des banques de gestion fiduciaires, les premières pouvant désormais exercer les mêmes activités de gestion de fonds, et de supprimer les statuts de « banque spécialisée sur le marché des changes » et de « banque coopérative des travailleurs ». Aujourd'hui, les banques de trust disposent toujours d'un statut particulier, mais les institutions spécialisées de crédit à long terme ne conservent leurs spécificités que par un dispositif réglementaire que le Ministère des Finances peut à son gré modifier. En la matière, on peut déjà noter que récemment, les restrictions imposées aux BCLT à l'ouverture de succursales ont été en partie levées.

20. Ainsi, au début de la réforme, les possibilités de rapprochement des métiers par filiales spécialisées furent autorisées par le Ministère des Finances uniquement dans les cas de reprise de sociétés en difficulté déjà existantes, et non par création de nouvelles entités. Cette restriction fut rapidement levée, mais le Ministère conservera par la suite un pouvoir discrétionnaire illimité, les normes d'acceptation ou de refus n'étant pas strictement définies.

21. La création des filiales est soumise à l'acceptation du Ministère des Finances et leurs champs d'activité sont restreints.

depuis les accords de Bâle de 1988²², ces changements imposaient de manière inévitable un renforcement du cadre prudentiel de l'activité financière japonaise, et la mise en place de nouvelles entités chargées de gérer, de faire évoluer les règles de fonctionnement des marchés et d'en surveiller le respect.

C'est dans cette perspective que la nouvelle loi sur la concurrence dans le domaine financier fut rédigée, puis votée en juin 1992. Incluant des avancées importantes, mais encore éloignées des standards internationaux, elle conduisait, pour l'essentiel, au renforcement des prérogatives de la Fédération de la profession (JSDA), à la constitution d'une commission des opérations de bourse, gendarme des marchés organisés japonais, et à l'accentuation des obligations d'information pour les opérations de gré-à-gré auprès du Ministère des Finances (dans le cadre de la mise en place du NASDAQ).

Dans le domaine bancaire plus particulièrement, des mesures d'ordre réglementaire ont conduit à l'institution d'un ersatz des ratios d'adéquation des fonds propres définis par le Comité du contrôle bancaire du Groupe de Bâle, complétant un premier ratio obligatoire sur le risque de crédit qui avait été institué en 1988. Ces ratios dérivés, au début plus laxistes pour éviter aux banques japonaises de subir un choc de liquidité qui se serait ajouté au problème des créances douteuses, devaient progressivement converger vers les normes internationales, dans l'année budgétaire 1998 pour les banques et fonds de pension, en 1999 au plus tard pour les maisons de titres et compagnies d'assurance. Corrélativement, le champs de surveillance des autorités de tutelle fut élargi aux institutions à statut « coopératif » — lesquelles ne subissaient auparavant quasiment aucun contrôle — mais sans pour autant centraliser la supervision du système bancaire entre les mains d'une seule institution²³. Enfin, après une première réforme qui avait eu lieu en 1986, plusieurs améliorations furent portées au fonctionnement de l'organisme japonais de conservation des titres, la DIC (« Deposit Insurance Corporation »).

22. Les accords de Bâle de 1988, signés entre les gouverneurs des banques centrales du G10, proposaient la mise en place d'un cadre prudentiel minimal commun dans le domaine bancaire, dans le but de contenir les risques systémiques inhérents à la globalisation financière. Ils ont débouchés sur l'institution d'un ratio minimal d'adéquation des fonds propres, applicable à tous les établissements de crédit, mesurant spécifiquement le risque de crédit encouru par chaque établissement. Ce ratio, appelé « ratio Cooke », du nom du Président du Groupe de travail sur la question à Bâle, oblige les institutions bancaires à maintenir en permanence un montant minimal de fonds propres de l'ordre de 8% du total de leurs actifs.

23. Encore actuellement, le contrôle est réalisé à un double niveau, d'abord par le Ministère de tutelle (Ministère des Finances, de l'Agriculture ou de l'emploi), ensuite par la Banque du Japon. Le Big bang actuellement discuté au sein du Gouvernement japonais prévoit une rationalisation du système de supervision, mais le projet avancé reste encore trop flou.

La réforme des assurances de 1995 et les dernières avancées des négociations de décembre 1996

La loi de mai 1995 : un début de décloisonnement et une première libéralisation très timide des activités d'assurances

Dans la suite logique du train de mesures de 1992, la nouvelle loi du 31 mai 1995 sur l'Assurance élargissait le principe canadien de croisement des activités au dernier bastion quasiment intouché du système financier, l'assurance. Adoptée sous la pression intense des américains, résultant en partie de l'accord conclu entre les deux pays fin 1994, le texte autorisait, à partir d'avril 1996, l'entrée mutuelle des assureurs dans les activités de vie et de dommages, par l'intermédiaire de filiales spécialisées, pouvant être détenues jusqu'à 100 %, mais dont la création restait soumise à l'approbation du Ministère des Finances.

Mais, alors que ces mesures furent appliquées effectivement à la date prévue —elles ont même été « consommées », puisqu'il existait au début 1997 onze filiales vie d'assureurs dommage et six en non-vie d'assureurs-vie— l'extension du programme de décloisonnement prévue initialement à l'activité des maisons de titres n'a toujours pas eu lieu, et ne semble pas programmée pour le moyen terme.

92

De la même manière, la concurrence — directe — entre les banques commerciales et les assureurs s'est accentuée dans les activités de prêts, suite à la suppression en août 1995 de la règle dite « des 50 % »²⁴. Elle demeure cependant inexistante sur le marché des produits d'épargne individuelle : il est en effet toujours interdit aux banques de vendre des produits d'assurance (au guichet, comme par l'intermédiaire de leurs filiales vie), et des produits de rente (« annuités assurances ») à leurs clients, apanage des assureurs-vie.

Comme cela avait été le cas trois ans plus tôt, lors de l'application des premières mesures d'ouverture sectorielle, en 1993, la création en avril 1996 de nouvelles filiales dans l'assurance-vie et l'assurance dommages a été assortie de plusieurs garde-fous. D'abord, la nouvelle réglementation excluait du champs d'activité autorisé des filiales spécialisées les marchés du troisième secteur²⁵, lesquels, détenus à 80 % par les américains (AIG principalement), sont considérés comme une chasse gardée. Ensuite, les conséquences à court terme de cette réforme étaient elles-

24. Cette réglementation stipulait que les assureurs ne pouvaient octroyer que la moitié des prêts qu'ils arrangeaient sur des contrats de dix ans ou moins, le solde devant être syndiqué auprès des banques;

25. Ce que l'on appelle traditionnellement le troisième secteur regroupe les marchés de l'assurance contre les accidents individuels, contre les maladies graves et l'assurance remboursement des soins de santé. Les deux autres secteurs sont, à l'exclusion des composantes du troisième, l'assurance-vie et l'assurance dommages. Il faut ici préciser que ces restrictions au champs d'activité des nouvelles filiales dans le troisième secteur devront être levées au terme du processus de libéralisation des deux premiers secteurs, soit au cours de l'année 2001.

mêmes nécessairement limitées, compte tenu de la faible concurrence sur les prix et sur les produits, ainsi que des restrictions persistantes relatives à l'utilisation des circuits de distribution.

Pour autant, la nouvelle disposition prévoyait à terme une réforme des modes de tarification, en proposant une libéralisation partielle et très progressive des primes et des produits. Elle incluait la mise en place d'un nouveau système de notification (effectif au premier avril 1996), un peu plus léger que le système de l'agrément préalable, et surtout, une révision du système des associations professionnelles de fixation des primes (bureaux de tarification ou « rating associations »), lesquelles étaient au coeur du cartel de l'assurance dommages. Elle reconnaissait aussi le statut de courtier d'assurance et anticipait, dans des termes encore lointains, la dérèglementation de l'activité des agents commerciaux²⁶.

De ces dispositions, certaines ont été appliquées, mais elles ont été distillées au compte-gouttes. Et pour cause : aucun calendrier n'avait été clairement fixé et il n'était possible de spéculer que sur un ordre vague dans le processus de dérèglementation : comme pour gagner encore un peu de temps, la libéralisation des tarifs et produits devait passer en dernier, après la mise en place des ratios prudentiels et l'ouverture sectorielle.

Ce sont les négociations nippo-américaines, achevées fin 1996 (pour l'assurance), qui ont véritablement ouvert la porte à une réforme en profondeur de la profession -en tout cas sur le papier.

93

L'accord nippo-américain de Noël 1996 : un espoir de libéralisation véritable du secteur

Sur le premier secteur, trois mesures ont été adoptées. *En risque incendie pour les professionnels*, le plafond au-delà duquel les polices peuvent être établies librement — dans le cadre du système de notification — a été abaissé. Il est passé de 30 milliards de yens à 20 milliards le 1^{er} janvier 1997, et devrait être abaissé à 7 milliards à partir du 1^{er} janvier 1998. *En risque automobile*, on a pu assouplir la grille de tarification en affinant la segmentation des polices d'assurance, en fonction de neuf critères de différenciation explicitement fixés, et applicables à compter du 1^{er} septembre 1997²⁷. Enfin, *le champ d'application du système de*

26. La loi sur la réforme de l'Assurance de 1995 mettait également en action une série de mesures prudentielles, en introduisant des marges de solvabilité minimales pour la profession, en réformant le système comptable en vigueur, et en relevant les normes minimales d'information au niveau de l'ensemble des acteurs financiers. En outre, le système d'assurance des dépôts auprès des assureurs-vie devait être renforcé.

27. Les critères choisis sont les suivants : âge, sexe, passif du conducteur, usage privé / professionnel, type d'utilisation (kilométrage annuel), localisation géographique de l'assuré par région, type de véhicule, équipement de sécurité, nombre de conducteurs.

notification, qui se veut théoriquement plus souple que le système d'agrément, a été étendu à 16 nouvelles catégories de produits en janvier 1997. Pour autant, cette procédure reste très lourde et, de l'aveu des autorités elles-mêmes, dans beaucoup de cas peu différente du système d'agrément.

La plus importante des mesures annoncées était, en fait, la promesse du Ministère des Finances de libéraliser le mode de fixation des primes, qui passera par une *réforme des organismes professionnels qui auparavant calculaient les primes de référence* (« *rating organisations* »). A terme, ces organismes ne devraient plus avoir qu'un rôle consultatif et de base de données pour la profession. Le Ministère prévoit, en effet, la suppression de l'obligation qui est faite aux compagnies adhérentes d'appliquer les primes recommandées par ces dernières. Doré et déjà, deux organismes de ce type ont été supprimés. Il s'agit de la Marine Insurance Association, et de la Machine Insurance association, lesquelles représentent peu ou prou 1 % du marché de l'assurance au Japon.

Cette avancée est très substantielle puisqu'elle vise à supprimer ce qui était le cœur du système de fixation des prix sur le marché japonais. Toutefois, l'ancien système disparu, tout affinement des caractéristiques de produits d'assurance restera soumis à l'approbation du Ministère des Finances, « en fonction des taux de couverture pratiqués, du niveau des primes et des réseaux de distribution utilisés ». Pour le moment, aucune modalité objective d'appréciation, ni aucune procédure d'agrément n'ont été précisées, ce qui, dans le nouveau système, garde au Ministère des Finances toute possibilité d'arbitrage.

Enfin, dans le cadre du décloisonnement des activités d'assurance, une brèche a pu être enfoncée dans la muraille réglementaire qui protégeait le troisième secteur, occupé, comme il l'a été dit, principalement par les compagnies américaines, puisque les filiales non-vie des assureurs-vie ont été autorisée à vendre certains produits d'assurance dommage individuels dès janvier 1997.

D'importants garde-fous demeurent, qui limitent l'intérêt de cette ouverture. Ainsi, ces filiales ne pourront pas vendre les polices contre les accidents individuels par paquets²⁸, ni même les polices d'assurance de type « *maturity refund personal accident* ». En outre, pour la commercialisation de ces produits, l'utilisation des associations professionnelles, des agences de voyage et des établissements universitaires leur reste interdite. De leur côté, les filiales vie des assureurs non-vie ne pourront toujours pas vendre de contrats uniques pour le cancer, l'hospitalisation et l'assistance pour les personnes dépendantes. En outre, les contraintes dont elles font l'objet en terme de fixation des marges de

28. C'est-à-dire dans le cadre de demandes groupées.

rentabilité demeurent. Le Ministère des Finances prévoit toutefois qu'en accompagnement du plan de « Big-bang » évoqué ci-après, ces restrictions seront levées au plus tard fin 2001, et au plus tôt deux ans et demi après que l'ensemble des décisions sur l'ouverture du premier secteur auront été appliquées. La libéralisation du premier secteur devant être achevée au plus tard le 1er juillet 1998, celle du troisième se fera donc au mieux début 2001.

Les mesures de libéralisation actuellement prévues dans ce secteur, si elles sont potentiellement importantes, demeurent, en l'état actuel des choses, assez décevantes. Une grande incertitude persiste, d'une part sur la souplesse que montrera le Ministère des Finances dans le processus qui devra remplacer l'ancien système de fixation des primes par les organisations professionnelles, d'autre part sur les modalités d'accès des compagnies étrangères aux données statistiques des nouveaux organismes consultatifs.

L'accélération de la dérèglementation depuis 1995 : l'objectif du big-bang

La révision en 1995 de la Loi de 1993 sur le décloisonnement du système financier et la poursuite de la libéralisation des marchés

A la suite de la vague de libéralisation de 1992-1993, plusieurs aménagements additionnels ont été mis en place. Ils ont concerné l'organisation du système financier, l'adaptation du dispositif de prévention des risques systémiques, mais aussi et surtout le niveau des activités de marché, puisqu'il s'agissait de faire évoluer conjointement le rythme de la restructuration du système et celui de libéralisation des activités de marché.

Sur ce point, l'accord nippo-américain de février 1995 a donné aux autorités japonaises l'occasion d'homogénéiser le processus de dérèglementation financière en cours et de faire le point sur ce qu'il restait à accomplir. Il consacrait les acquis des précédentes négociations, et instituait un « code de bonne conduite » et des obligations de transparence des administrations. Le train de mesures voté en février 1996 et qui, étalé sur plusieurs années, avait pour but de concrétiser l'accord, approfondissait aussi la dérèglementation des activités de marché selon trois axes : libéralisation du marché des fonds de pension (accès, règles de gestion, information, jusqu'à une libéralisation totale au plus tard fin 1999), libéralisation des activités de titres²⁹, réduction des barrières sur

29. Consolidation du cadre légal des activités de titres, plus grandes facilités d'émission des billets de trésorerie, création des warrants sur devises, libéralisation des émissions euro-obligataires, réforme du JASDAQ et création du marché gré-à-gré des valeurs technologiques (« Frontier market »), élargissement des autres activités de gré-à-gré...

les activités transfrontalières³⁰. Enfin, il intégrait de nouvelles mesures visant à renforcer le cadre prudentiel³¹.

La volonté de voir Tokyo retrouver son rang de centre financier international majeur conduisit aussi les autorités japonaises à entamer le processus de libéralisation des primes de courtage -sur les transactions de gros montants dans une étape intermédiaire- et à favoriser l'introduction de quelques innovations de place. Ainsi, les horaires de négociation en bourse sur le TIFFE et les heures d'ouverture de BOJ-NET ont été sensiblement allongés³². Les conditions d'émission des billets de trésorerie furent aussi assouplies en octobre 1995 (pour les échéances de moins de deux semaines), en janvier 1996 pour les obligations sur les marchés nationaux et, au même moment, fut abandonnée la réglementation pesant sur le développement du marché des pensions sur titres obligataires³³. Enfin, innovation de marché importante, parallèlement à la réforme du J.A.S.D.A.Q., les transactions de gré-à-gré sur actions furent autorisées en juillet 1996 pour les titres du marché secondaire de petite capitalisation (« frontier market »)... mais là encore, uniquement sur les valeurs technologiques faiblement capitalisées et les blue-chips.

Le train de mesures voté début 1996 visait tout particulièrement à accélérer le retour de l'activité de change des devises contre yen et à renforcer l'attrait du marché monétaire. Pour ce faire, il programmait de s'attaquer aux dernières mesures de contrôle des changes (suppression progressive du « Tokyo rating system », cf. ci-dessous), d'élargir le champ d'activité des maisons de titre sur le FOREX et d'alléger la réglementation freinant le développement des produits à terme (swaps et futures) et autres instruments dérivés de devises. Enfin, pour faciliter les conditions de refinancement des institutions étrangères sur le marché monétaire, plusieurs mesures furent introduites, comme la libéralisation des modes de transaction sur les marchés des prêts et emprunts en blanc et des mises/prises en pensions sur titres.

Dans la lignée des réformes structurelles engagées par la loi-cadre de 1992-93, plusieurs modifications ont été apportées au cours de ces

30. Notamment entre les marchés nationaux et euro-obligataires, et relativement aux activités sur les marchés dérivés des bourses étrangères;

31. Il s'agissait principalement de l'introduction du principe de la comptabilisation en valeur de marché et du respect des ratios d'adéquation des fonds propres, lesquels devaient atteindre les normes internationales au plus tard à la fin de l'année budgétaire 1999, ainsi que du principe de séparation des opérations pour compte propre des opérations pour compte de tiers dans les activités de marché,

32. La réglementation limitant les horaires de négociation a été révoquée en décembre 1994; Elle a permis d'ajuster les heures d'ouverture entre les marchés à terme de taux d'intérêt (TIFFE) et des instruments optionnels de devises, de sorte qu'il devenait possible d'effectuer des arbitrages sur le marché obligataire japonais dans son ensemble.

33. Auparavant, les conditions de rémunération étaient fixées au taux à vingt-quatre heures des pensions livrées, moins 1%.

dernières années, qui devaient consacrer le décloisonnement des métiers de la finance et achever le plan de restructuration selon le principe canadien. Ces mesures d'ordre réglementaire ont été décidées et appliquées progressivement, par petits pas, guidées d'une part par le rythme d'adaptation des acteurs du marché au nouvel environnement et, d'autre part, par la vitesse de rétablissement de leur situation financière. Elles demeurèrent pour l'essentiel d'importance secondaire et, d'une manière générale, ne permirent d'élargir que marginalement le champ d'activité des filiales spécialisées.

Toutefois, trois aménagements concernant le secteur financier, réalisés en 1995, méritent d'être soulignés.

— Le premier fut la suppression de la législation restreignant le nombre maximal de filiales susceptibles d'être détenues par une maison-mère. Cette ouverture permettait enfin aux grandes institutions d'élaborer une stratégie globale de développement, sur l'ensemble des métiers de la finance et, en facilitant la formation de holdings mixtes, préfigurait les réformes à venir.

— Le second fut le vote, en juin puis octobre, de deux trains de mesures visant à introduire une concurrence plus forte à l'intérieur même du système bancaire. A défaut de modifier les statuts particuliers de chaque catégorie d'institution (banques de fiducie, BCLT...), une libéralisation en amont, par le développement des marchés financiers, devait permettre une homogénéisation de fait des bilans des banques japonaises. La réglementation tatillonne qui empêchait l'innovation en matière de caractéristiques des produits de dépôts³⁴ fut aussi abandonnée (suppression de tout système de notification...), et des obligations d'information strictes en matière de tarification des produits et services bancaires à la clientèle furent enfin imposées. En outre, ouvrant aux banques commerciales et aux autres institutions bancaires non spécialisées les marchés du financement et du placement à long terme, donc la possibilité de détenir des éléments de bilan stables, l'échéance maximale des dépôts à terme rémunérés à taux fixe, auparavant de cinq ans, fut éliminée, et l'échéance maximale des émissions de certificats de dépôts prolongée de deux à cinq ans, compensant l'interdiction qui leur est encore faite de se financer sur le marché obligataire. En contrepartie, les trois banques de crédit à long terme furent autorisées à émettre des titres obligataires sur des termes abaissés de cinq à un an³⁵.

34. Les systèmes d'agrément et de notification en vigueur freinaient l'innovation, comme c'était le cas déjà en assurance ou les opérations de montage financier impliquant des marchés dérivés. Chaque nouveau produit devait être soumis à l'autorité du Ministère des Finances ou d'une organisation annexe ou professionnelle pour être commercialisée. Ce faisant, soit il passait entre les mains des concurrents avant même son entrée sur le marché, soit, la lenteur de la procédure d'acceptation faisait perdre au demandeur l'essentiel de son avance technologique.

35. Cette restriction avait en fait déjà été en partie levée en 1992, pour les termes de trois et deux ans (c.f. ci-dessus); Elle fut complétée dans le cadre du train de réformes de 1995;

— Enfin, le troisième aménagement ouvrait le marché des fonds de pensions publics du *Nempuku*³⁶ à la concurrence de l'ensemble des institutions financières, et non plus seulement aux seules banques de fiducie et assureurs-vie. En 1995, plusieurs gestionnaires de fonds européens, américains et japonais ont ainsi pu décrocher, pour la première fois, des mandats de gestion du *Nempuku*. De même, en avril 1996 (sur une décision du 8 février), suite à l'assouplissement de la règle de 5-3-3-2 relative à la gestion des fonds de pension³⁷, la part des fonds de pension des employés de grandes entreprises susceptible d'être apportées en mandat à des gestionnaires autres que les assureurs et les banques de fiducie fut établie de 1/3 à 1/2 puis à partir d'avril 1997 à 1/2.

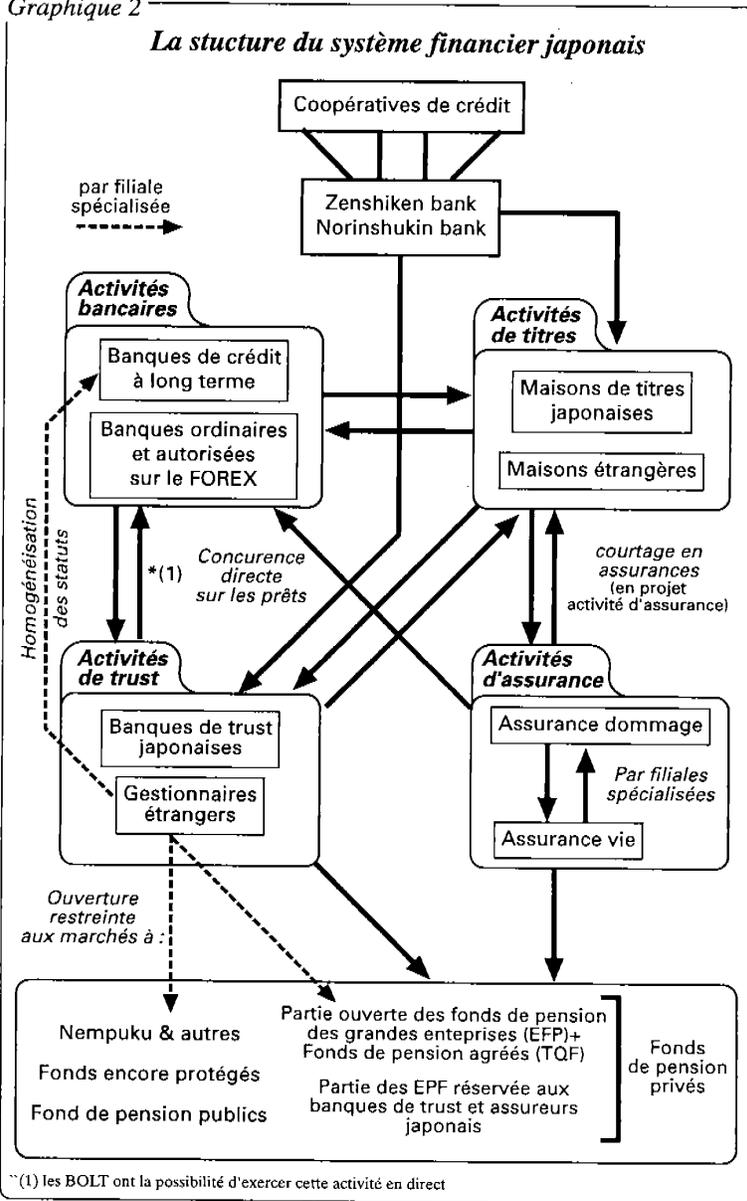
Au total, début 1997, la structure du système financier japonais pouvait être appréhendée selon le schéma suivant :

36. Le *Nempuku* est un organisme public qui reçoit des fonds publics en provenance du Trust Fund Bureau du Ministère des Finances. De statut public, il est le plus gros fonds de pension du Japon.

37. Cette règle est, depuis avril 1996, appliquée au montant total des fonds de pension en gestion, et non plus à chaque mandat acquis par les banques de trust et assurances. Elle signifie que le fonds doit inclure au minimum 50% d'actifs à taux fixes, au maximum 30% d'actions japonaises, 30% de titres en devises étrangères, et au plus 20% d'actifs immobiliers. Comme il l'est précisé plus bas, cette restriction devrait être supprimée avant 1999, dans le cadre des mesures de libéralisation du *Big-bang*.

Graphique 2

La structure du système financier japonais



Le projet de « Big-bang » japonais : du modèle canadien des filiales au modèle américain de la holding

Malgré de notables efforts en matière de libéralisation, la place financière de Tokyo demeure sous-développée, atrophie par une foison de réglementations, et au total peu compétitive par rapport aux autres grands centres financiers. Elle a perdu depuis la fin des années quatre-vingt d'importantes parts de marché dans tous les segments d'activité, à l'exemple de la bourse des matières premières, qui malgré les importants besoins du Japon, est maintenant presque totalement délocalisée à Singapour. Ce manque de dynamisme de la place pénalise les institutions financières japonaises dans leur développement, comme les sociétés dans leur recherche de financements.

En outre, la perspective de voir, avec la mise en place de la monnaie unique en Europe, un yen faiblement internationalisé, ballotté entre les deux grandes devises du S.M.I., le dollar et l'euro, est pour une puissance commerciale comme le Japon une perspective peu réjouissante. Sans aller jusqu'à espérer en faire une « devise-clé », les autorités japonaises considèrent qu'il peut être de leur intérêt de promouvoir le développement international du yen et donc de lui accorder les attributs d'une grande devise, entre autres, des marchés financiers et de capitaux les plus larges et profonds possibles.

Ces deux constats, qui concluent à la nécessité d'une accélération du rythme de libéralisation et d'ouverture de l'activité financière au Japon, sont à l'origine du projet de Big-Bang initié par le Gouvernement en 1996.

Une première version avait été présentée fin 1995, qui devait conduire à la libéralisation de la sphère financière japonaise d'ici à 2001. Mais, en l'état, le projet ne s'attelait pas aux questions relatives aux aspects structurels du système, c'est-à-dire à l'avenir des institutions financières elles-mêmes. En fait, elle traitait essentiellement de la réforme des marchés financiers pris dans un sens trop strict. A la suite d'un nouveau projet élaboré conjointement par le PLD et les autres partis de la coalition au pouvoir, en mars dernier, le gouvernement a présenté une deuxième version de son Big-bang financier, laquelle suggère une réforme plus large et plus complète de la sphère financière. Elle propose, en outre, une programmation anticipée du plan de déréglementation, puisqu'il devrait, selon toute vraisemblance, s'achever dans l'année budgétaire 1998, soit deux ans plus tôt que ne le prévoyait le premier rapport ³⁸.

38. Ne sont pas ici exposés les progrès attendus dans le domaine de l'assurance. Il s'agit là d'un secteur d'activité qui fait l'objet d'un traitement à part, non inclus dans le programme du Big-bang. De la même manière, les points relatifs à la réforme du dispositif prudentiel au Japon ne sont pas évoqués ici dans la mesure où pour l'essentiel, aucun échéancier assez précis n'a été avancé. Outre la réforme du Ministère des

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Le Programme de Big-Bang

1997 - 1^{er} semestre

Réforme des structures du système

Libéralisation des marchés financiers

- Libre émission de billets de trésorerie, pour toutes les échéances ³⁹.
- Augmentation du plafonds maximal des acquisitions par investisseur institutionnel dans les programmes d'émission ⁴⁰.
- Déréglementation des *transactions de gré à gré* sur actions et sur produits dérivés (juin), et dans le même temps, *autorisation pour les fonds de pension d'investir en valeurs non listées* à la côte officielle.
- Libéralisation progressive des futures de marchandises (achevée au début de l'année budgétaire 1998) et rapprochement du TSE.
- *Allègement des obligations statistiques* pour les maisons de titres (mars).

101

1997 - 2^e semestre

- Suppression de la réglementation sur les locaux des institutions financières (possibilités de rapprochements géographiques de filiales...).
- Démantèlement de la réglementation relative à la *gestion des réseaux d'agences de toutes les banques, y compris les trois BCLT* (juillet).
- Champ d'activité des *filiales maisons de titres* élargi au marché secondaire des obligations convertibles et warrants.

- Abolition de toute réglementation restreignant l'ouverture et les *options offertes sur les comptes auprès des institutions financières* (y.c. maisons de titres).
- Suppression de la règle de gestion d'actif dite 5-3-3-2 ; sur les mandats de fonds de pension privés (Tax Qualified Funds et Employees Pension Funds) pour les banques de fiducie.

Finances, l'institution d'un « quasi-ministère » chargé du contrôle financier (progrès encore très vague et fort contestable), et la généralisation des normes prudentielles prônées par le Comité de Bâle (ratio Cooke, contre les risques de marché, obligations de publication...), des projets d'aménagement de Boj-NET (système de règlement haute tension en yen) et FEYCS (système de règlement des transactions de change) sont à l'étude. Ils visent à généraliser les procédures de règlement brut en temps réel et le principe de la livraison contre paiement (LCP).

39. Auparavant la déréglementation s'appliquait aux billets à échéances inférieures à deux semaines.

40. ...en attendant la mise en place d'une tranche internationale dans les programmes d'émissions obligataires.

- Champ d'activité des *filiales-trust* élargi à toute l'activité de fiducie.
- Elargissement du *champ d'activité des maisons de titres*, lesquelles pourront proposer des comptes-emballage et recevoir des dépôts.
- Ouverture des mandats d'émission du *marché Samurai* des emprunts souverains non japonais en yens aux banques étrangères ⁴¹.

1998 - 1^{er} semestre

- Passage du système de licence au système de simple inscription pour l'exercice des activités de maisons de titres
- Autorisation de la vente de produits assimilables aux OPCVM directement aux guichets des banques.
- Introduction du statut de *holding*.
- Ouverture du *marché obligataire aux banques commerciales*.
- Elargissement du champ d'activité des filiales de titres à toute la gamme d'activités autorisées aux maisons de titres.
- Entrée en vigueur de la nouvelle loi libéralisant totalement le *contrôle des changes*.
- Abolition de la *taxe sur les transactions* de valeurs mobilières et la taxe boursière.
- Libéralisation totale des *commissions de courtage* ⁴².
- Suppression de la règle 5-3-3-2 sur tous les fonds de pension publics (hors fonds des fondations).
- Introduction des options sur actions.
- *Suppression totale de la règle 5-3-3-2* en gestion d'actifs et de toute réglementation sur les fonds à terme (« *money trust* ») des banques de fiducie (avril 1999 au plus tard).
- Ouverture totale de la *gestion des Fonds de pension* des grandes entreprises (« *EPF* ») aux sociétés de conseil en investissement ; mode de délivrance des mandats du *Nempuku* clarifié.
- Nouvelle législation fiscale sur les plans d'épargne retraite (« *Defined contribution authority plan* »).

⁴¹ Le *marché « Samurai »* est le *marché des émissions d'Etats souverains en yens au Japon* et le « *Shibosai* », le *marché des obligations en yen des émetteurs privés non-résidents*. Le « *shogun* » et le « *Geisha* » sont les *marchés des titres obligataires en devises des non résidents publics et privés au Japon*. Le *marché des titres obligataires en devises des résidents japonais au Japon* est le « *Sushi* ».

⁴² Sur ce point, le *Ministère des Finances* s'oppose actuellement à un tel schéma de libéralisation des *commissions de courtage*. Il souhaite une *déréglementation en deux temps* : d'abord pour les *transactions d'un montant supérieur à 50-100 millions de yens*, à partir d'avril 1998, puis une *libéralisation totale à partir d'avril 1999*. Cette prise de position du *Ministère des Finances* vise à protéger les *maisons de taille moyennes, beaucoup plus fragiles que les quatre grandes japonaises (Nomura, Daiwa, Nikko, Yamaichi Securities)*.

Vers une suppression totale du contrôle des changes

Incluse dans le plan de Big-bang financier engagé par le Gouvernement, la révision de la Loi sur les transactions de change qui devrait être applicable à compter du premier avril 1998, après vote du Parlement, prévoit la suppression totale de toute mesure de contrôle des changes ou visant à restreindre l'activité sur le marché des devises au Japon.

La réglementation encore en vigueur est actuellement constituée pour l'essentiel :

— de la « Tamegin policy », restreignant la participation au marché des changes et, d'une manière générale, la possibilité d'exercer des activités de banque en devises aux institutions autorisées par le Ministère des Finances ⁴³ ;

— d'un système de notification ex-ante appliqué aux investissements directs et à certaines autres opérations du compte de capital de la balance des paiements ;

— 3) de l'interdiction de conserver des devises en compte pour les entreprises japonaises et ;

— de montants plafonnés pour les comptes en yen détenus à l'étranger par les sociétés japonaises et les particuliers.

La réforme instaure le principe selon lequel « tout le monde pourra effectuer des transactions en devises n'importe où et avec n'importe qui ». Les transactions internationales et relatives aux opérations de change ne donneraient plus lieu qu'à une notification ex-post, comme dans la plupart des pays, nécessaire à l'alimentation des bases de données de la balance des paiements. Le texte préparé par la Commission en charge de ce dossier prévoit pour autant qu'un système d'autorisation préalable allégé pour les opérations d'investissements directs dans certains secteurs sensibles (pêche, agriculture, défense...) demeurera en place.

103

Il n'est pas pour le moment nécessaire de s'attarder sur les conséquences du Big-bang à l'étape actuelle du projet. Outre le fait qu'il doit achever le processus déjà entamé de libéralisation des marchés financiers et poursuivre l'ouverture des activités de gestion des fonds de pension, il faut principalement en retenir deux aspects importants : d'abord, il complète les réformes de structure engagées en 1993, visant,

43. Les activités dites « de banque » sont les services financiers au sens de la nouvelle loi bancaire, résumée dans ses grandes lignes dans la section 3.1. de la note.

rappelons-le, à mettre en place un système segmenté à la canadienne, en offrant aux filiales spécialisées les mêmes opportunités de travail que les autres acteurs du marché sur lequel elles s'installent (ce qui n'est pas le cas pour le moment). Ensuite, il propose une nouvelle étape dans le processus de décloisonnement des activités financières en autorisant la constitution de holdings financières, forme d'organisation auparavant prohibée par la Loi Anti-monopole de 1949. C'est là un bouleversement de la philosophie qui avait inspiré le mouvement de décloisonnement du début des années quatre-vingt-dix.

Les enjeux soulevés par la création des sociétés de holding

Cette évolution est justifiée par les responsables économiques japonais comme une progression nécessaire dans un environnement de plus en plus concurrentiel. La filialisation des activités était considérée comme une première étape, passant d'un état général du marché très réglementé à un schéma plus libéral. Pendant cette période, les acteurs japonais ont eu l'opportunité d'acquérir un savoir faire, une sensibilité dans les autres domaines de la finance, sans pour autant déstabiliser l'équilibre des marchés qu'ils investissaient. La segmentation des marchés à la canadienne impose en effet pour les sociétés qui veulent diversifier leurs activités, de créer de toute pièce une filiale, processus coûteux, innovant, et donc long, mais qui permet aux autres intervenants, déjà installés, de se préparer au nouvel environnement.

Le décloisonnement des marchés fut engagée il y a quatre ans, en 1993. Les responsables semblent estimer qu'aujourd'hui -c'est en tout cas ce qu'ils affirment- les institutions japonaises ont accumulé une expérience suffisante dans les différents métiers de la finance sur lesquels ils sont susceptibles de s'étendre, et qu'il est désormais temps d'accélérer le rythme de décloisonnement, en introduisant la dernière et plus aiguë forme de concurrence : la holding.

En fait, deux autres éléments peuvent être avancés pour expliquer le nouveau choix du Gouvernement pour le système américain :

D'une part, le statut de holding consacre la relation entre deux sociétés comme un rapport de type « soeur-soeur », à égalité. Seules les relations d'ordre purement financier sont gérées en coordination, et l'identité propre de chaque société, l'esprit de métier, est conservé à l'intérieur de chaque structure. Par contre, dans une relation de maison-mère à filiale, la façon de travailler et « l'esprit d'entreprise » de la première influent sur la seconde. En quelque sorte, l'indépendance stratégique est moins grande. Or, les activités de titres et de crédit ne sont pas les mêmes, et pour chacun, leur appréhension de l'autre métier sera nécessairement biaisée. C'est peut-être moins vrai pour les banques qui disposent déjà d'une longue expertise sur le fonctionnement des

marchés, mais le statut de holding comme forme de rapprochement entre métiers différents, apparaît, d'une manière générale, plus adapté dans le secteur financier.

D'autre part, l'éclatement de la bulle et l'ampleur du problème des créances douteuses ont fragilisé nombre de petites et moyennes maisons de titres et banques ⁴⁴. Dans le domaine de l'assurance-vie en particulier, certaines, de petite taille, qui, malgré des charges de personnel excessives avaient pu survivre dans un environnement ultra-réglementé, ne seront bientôt plus capables de se battre contre les grandes compagnies et mutuelles du secteur. De la même manière, comme le montrent les résultats récemment publiés pour l'année 1996, les maisons de titres les plus modestes sont en très mauvaise position actuellement. Sur cet arrière-plan, l'opinion exprimée par le Ministère des Finances est que la forme holding peut offrir d'importants avantages, en facilitant les rapprochements par compartiments entre les institutions les plus faibles, ou entre elles et d'autres de métiers différents, mais qui seraient plus solides et prêtes à investir dans de nouveaux secteurs d'activité. On aboutirait alors à la création de groupes de grande taille mieux placés pour se battre sur la scène internationale.

Certes, la concurrence internationale impose la création de grands groupes financiers susceptibles de résister aux géants anglo-saxons : dans l'activité de change, par exemple, de plus en plus concentrée entre quelques acteurs européens et américains, les japonais auront du mal à conserver leurs parts de marché actuelles. Cela étant, d'une manière générale, le secteur financier japonais est déjà extrêmement concentré. Il s'agit donc essentiellement d'un manque d'expertise technique et d'organisation.

105

En tout état de cause, un accord est intervenu entre les spécialistes des différents partis politiques de la majorité (PLD, Sakigake et PSD), qui prévoit, d'ici juin 1997, le vote d'une loi réformant la réglementation anti-monopole mise en place par Mc Arthur pendant le proconsulat américain, et qui éliminerait l'interdiction qui pèse actuellement sur la constitution de holdings financières. Elle serait applicable dès janvier 1998 et pourrait, en tout cas en théorie, modifier radicalement le paysage financier actuel, dans la mesure où tous les métiers de la finance pourraient être regroupés dans une même holding, comme c'est le cas aux Etats-Unis.

Par rapport aux autres domaines (commerce, industrie...ou le projet de loi est déjà préparé), les discussions en cours sur le secteur financier ont pris beaucoup de retard. En l'état actuel du projet, l'introduction

⁴⁴. En décembre 1996, la Banque du Japon estimait encore à 29.000 milliards de yens le stock de créances douteuses (prêts avec arriérés de plus de trois mois, créances auprès de clients en faillite, et prêts restructurés).

légale de cette nouvelle forme de rapprochement serait valable pour l'ensemble des institutionnels du secteur financier, bancaires et non bancaires, et ne serait pas accompagnée, comme on aurait pu le craindre, d'une exemption pour les assureurs⁴⁵.

Les seules limites imposées seront probablement relatives, d'une part, à la constitution de holdings mixtes activités financières / économiques, d'autre part, à la taille des nouvelles structures. Sur ce point, le projet général de réforme du dispositif anti-monopole pour les autres secteurs de l'économie différencie les holdings de moins de 300 milliards de yens d'actifs, qui pourront se constituer librement, de celles dont l'actif est compris entre 300 et 15 000 milliards de yens, lesquelles seront soumises à un système de notification préalable⁴⁶. Les structures de plus grande taille seraient par contre soumises au contrôle minutieux de la JFTC (Japan Fair Trade Commission), et d'une manière générale, interdites.

Dans le domaine financier, cette réglementation subirait quelques modifications. En l'état actuel des discussions, seul le plafond de 15 000 milliards de yens d'actifs sera pris en compte, faute de quoi, compte tenu de la taille moyenne des bilans des institutions financières japonaises, quasiment aucune forme de holding n'aurait pu apparaître dans le secteur.

106

Au même titre qu'elle favorise l'émergence de nouveaux compétiteurs, l'introduction légale du statut de holding devrait permettre la formation de groupes financiers étrangers de grande taille. Les opérations de prise de participation et d'acquisition, pourraient être facilitées, et des synergies entre petites structures spécialisées de groupes étrangers pourraient également être utilisées.

Par delà les prises de position stratégiques qu'il permet, le statut de société holding, en raison des relations financières qu'il autorise, pose en termes nouveaux la question des risques systémiques. Par conséquent, corrélativement à la réforme de la loi anti-monopole (AMA), c'est l'organisation prudentielle du système financier japonais qui doit être revue. En particulier, la formation, maintenant autorisée, de conglomerats financiers internationaux multi-activités⁴⁷ va obliger les autorités japonaises à réfléchir à l'architecture légale qui doit accompagner une application réelle et équitable des ratios de solvabilité des institutions

45. Ces derniers militent farouchement pour la conservation d'une barrière stricte entre les activités de banque et d'assurance, arguant que les premières sont beaucoup plus puissantes qu'eux-mêmes, et que les métiers sont par trop différents. A cet égard, il faut noter que, pour le moment, le secteur de l'assurance demeure le pan du système financier japonais le plus protégé des acteurs des autres métiers et le moins concurrentiel de tous les marchés.

46. Après dépôt du dossier, la période d'attente serait au maximum d'un mois. Si, au terme de ce délai, le Ministère des Finances ne formulait pas d'avis contraire, le projet serait considéré comme accepté.

47. ...et non plus la simple création de filiales à 100%.

financières japonaises ⁴⁸, à savoir, d'une part, éviter les risques de double comptabilisation des fonds propres pour chaque entité des groupes financiers (et le respect de ces normes pour le groupe lui-même), d'autre part, éviter les arbitrages de statuts par les acteurs des marchés en proposant des critères de solvabilité et normes de gestion trop différenciés ⁴⁹. Enfin, cette refonte du cadre de supervision doit également se faire en prenant en compte les tendances internationales dans le domaine. Ainsi, pour notamment éviter les vides juridiques comme cela a pu être le cas par le passé (cf. l'affaire Sumitomo), la répartition des compétences en matière de contrôle des activités financières au Japon devra se faire selon les règles adoptées conjointement au niveau international par le Comité de Bâle et l'OICV ⁵⁰, ainsi que l'IAIS ⁵¹ (mais pour cette dernière cela n'engage pas à grand chose), ou par les pays les plus avancés en la matière, et ne pourra plus se concevoir à proprement parler, « selon la tradition japonaise », et avec l'omniprésence du Ministère des Finances.

Conclusion : que reste-t-il à faire ?

L'effort actuellement entrepris par le Gouvernement japonais et les organismes professionnels pour réformer le système financier japonais est considérable, d'autant qu'il s'intègre dans un plan plus vaste de réforme de l'ensemble des structures économiques du pays.

L'un des objectifs du gouvernement en entamant ce projet était de faire de la place de Tokyo la première place financière de la zone asiatique, l'équivalent de New-York ou Londres. Au vu du programme de « Big-bang » annoncé, une large partie des activités financières au Japon sera effectivement libéralisée, de nouveaux marchés seront créés et d'importantes synergies entre institutions financières d'origines diverses pourront être développées.

Pour autant, certaines zones d'ombre demeurent et il semble que les autorités en la matière éprouvent des difficultés à intégrer tous les

48. L'application stricte des ratios d'adéquation des fonds propres définis par le Comité de Bâle doit entrer en vigueur à partir de la fin mars 1998, c'est à dire pour l'année budgétaire 1998-99. Par contre, le Ministère des Finances a signalé que, pour l'année 1997, le respect de ces nouveaux critères devra être obligatoire pour les banques souhaitant exercer une activité internationale. Lié à cela, rappelons que la nouvelle comptabilisation des activités de titres à la valeur de marché (« mark-to-market ») devrait être applicable à partir de l'année budgétaire 1997-98 pour les fonds de pension, activités bancaires de trust et les maisons de titres, en 1998 pour les assurances, sans être obligatoire, puis généralisé au plus tard en 1999.

49. Par exemple, selon les termes du Big-bang exposé par le Premier-ministre japonais, les maisons de titres vont avoir la possibilité de développer certaines des activités de dépôts. Les groupes dans lesquelles il existe un pôle bancaire et un pôle de titres pourraient, en cas de déséquilibre des réglementations prudentielles ou des dispositifs de surveillance, des échelles des pénalités, effectuer des transferts d'activité entre entités à statuts différents.

50. Organisation Internationale des Commissions de Valeurs.

51. Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance.

travaux entrepris dans une logique commune. Ces lacunes sont principalement de deux ordres. Elles concernent d'une part le cadre prudentiel dans lequel évoluera le système financier réformé - c'est le point le plus important -, d'autre part le degré d'accomplissement du programme actuel de libéralisation financière.

Une modernisation du cadre prudentiel des activités financières insuffisante et inadaptée

Parmi les points positifs qui ressortent des aménagements prévus déjà entrepris, ceux relatifs à la modernisation des infrastructures de marché sont sans doute les plus importants; l'amélioration des systèmes de paiement a en effet déjà été entamée (BoJ-Net, FYSS, JGB settlement...) et devrait permettre une réduction sensible des risques nés du règlement des transactions monétaires et de titres⁵². De la même manière, les marchés organisés sur la place de Tokyo ont mis en oeuvre plusieurs projets de modernisation des infrastructures de négociation (objectif du « tout électronique », amélioration des systèmes d'appel de marge pour les produits conditionnels). Dans un domaine connexe, mais tout aussi important, ils ont aussi commencé à nouer des contacts avec les autres places financières de la zone (Singapour, Hong-Kong), lesquels devraient leur permettre de relever sensiblement la qualité de leur supervision sur les activités des grands investisseurs internationaux.

Mais, plus en amont, les aménagements envisagés ne semblent pas de nature à réduire significativement le risque de place.

Le dispositif de contrôle des institutions financières fait certes l'objet d'aménagements, mais qui sont en l'état actuel décevants. Ils recourent à la fois 1°) un projet de création d'une « Agence de contrôle du système financier », regroupant les anciens services de contrôle du Ministère des Finances en un organisme plus ou moins dépendant du pouvoir politique, 2°) la réforme du statut de la Banque du Japon, vers une plus grande indépendance et un renforcement de ses prérogatives en matière de supervision du système financier, et 3°) une réforme des associations professionnelles, lesquelles, selon les principes de Bâle, se voient plus impliquées dans la gestion du risque systémique. Trois pôles de contrôle seraient ainsi en charge d'objectifs plus ou moins similaires, alors même que la nature des relations entre eux, par essence conflictuelle, serait mal définie.

52. Les autorités cherchent à généraliser le mode RBTR / LCP dans les systèmes de règlement-livraison à haute tension. En outre, en prévision du gonflement des transactions de gré-à-gré dans les bilans des institutions japonaises, l'arsenal réglementaire qui empêchait les banques et grandes institutions financières de participer à, ou de constituer des chambres de compensation privées pour les transactions sur titres a été aboli. La généralisation de l'utilisation des systèmes de paiements électroniques sur les marchés organisés et la réforme des systèmes de règlement-livraison sur les marchés obligataires, en vue de leur regroupement en un seul réseau de paiement, peuvent être considérés comme des avancées significatives en matière de réduction des risques dans les transactions monétaires et financières.

Les modifications du cadre comptable envisagées paraissent insuffisantes. Certes le principe de la comptabilisation à valeur de marché sera progressivement introduit à partir de cette année. Mais sur les définitions comptables mêmes, des indicateurs de solvabilité, d'importantes divergences demeurent par rapport aux normes internationales dans les activités de titres et de banque⁵³. Plus gênant encore, ce cadre est dans certains domaines, comme l'assurance-vie, très flexible, dans la mesure où le Ministère des Finances peut, de son propre gré, en modifier sensiblement le contenu (la composition et le mode de calcul des marges de solvabilité par exemple). Le fait d'imposer aux institutions financières japonaises des obligations d'information envers les investisseurs, comme il l'a été décidé par les autorités, doit être regardé comme un aspect positif de la réforme. Mais, sans la mise en place d'un cadre comptable précis, rigide, rationalisé et homogène pour l'ensemble des institutions financières, elle n'améliorera pas significativement le degré de transparence du système financier japonais.

Enfin, la protection des placements des ménages en cas de faillite d'une institution, qui avait été oubliée dans la « première version » du big-bang, fait aujourd'hui l'objet de débats. Il s'agit en effet d'un problème fondamental et l'une des pierres angulaires de la maîtrise des risques systémiques, qu'il importe de résoudre avant d'accélérer le processus de libéralisation. En la matière, le système d'assurance des dépôts bancaires a subi depuis le début des années 1990 plusieurs aménagements et peut être aujourd'hui considéré comme un problème en voie d'être réglé. Dans les activités de titres et de gestion de fonds, un cadre légal inscrivant précisément les responsabilités de chaque acteur a été élaboré et continue d'être affiné. Dans le secteur de l'assurance-vie, la situation est par contre particulièrement préoccupante. Même si l'on ne dispose pas de chiffres fiables, on sait, et la faillite de Nissan Mutual Life Insurance en est la partie immergée, que la santé des assureurs-vie japonais est aujourd'hui extrêmement fragile. Or, en même temps, aucun système légal de protection, ni fonds de garantie des détenteurs de polices d'assurance-vie n'a été mis en place. Un ersatz de fonds avait bien été instauré en 1995, mais, d'une part, il était très lâche, facultatif, d'autre part, la totalité des réserves constituées (200 milliards de yens) équivaut à l'écart de bilan de Nissan Life (évalué au début de l'été à 330 milliards de yens). En cas de faillites répétées, que se passera-t-il si rien de plus n'est fait dans ce domaine ?

Comblar chacune de ces lacunes est d'une importance fondamentale pour assurer la réussite du programme de big-bang. Mais elles doivent toutes être abordées conjointement. L'instauration de normes de solva-

53. Pour les activités d'assurance, les cadres comptables ne sont que depuis peu en voie d'homogénéisation, et les règles nationales relatives au calcul des marges de solvabilité ne sont encore très différentes, même au niveau européen.

bilité strictes sans contrôle fiable par des organismes de supervision n'a que peu d'intérêt. De la même manière, mettre en place des filets de protection garantissant l'épargne capitalisée pour leurs détenteurs originaux est une opération qui ne peut se concevoir sans l'instauration d'un minimum de solidarité de place et surtout, sans l'imposition d'un cadre de gestion sain, ni sans une supervision efficace. A défaut, et comme cela s'est souvent vu dans les expériences passées de déréglementation, un aléa de moralité serait introduit dans le système et des comportements de sélection adverse ne manqueraient pas d'émerger, mettant en danger l'équilibre du système financier dans son ensemble.

Enfin, la réforme du système financier actuellement engagée manque d'une logique d'ensemble. Telle qu'elle est appliquée, elle favorise les blocages dans les négociations sectorielles et conduit à un rythme d'adaptation du cadre prudentiel aux progrès de la déréglementation inadéquat. Par conséquent, s'attacher à un démantèlement progressif, petit à petit, de l'amas de réglementations qui couvrait le secteur est peut-être, en ce sens, une erreur.

Si l'on met en perspective la situation actuelle des institutions financières japonaises, banques, maisons de titres, assureurs-vie,... à défaut d'une prise en compte rapide des lacunes que nous venons de soulever, le « Big-bang » annoncé par le gouvernement japonais pourrait bien être source de déséquilibres graves.

Une libéralisation des activités financières encore incomplète

Malgré les innombrables mesures engagées par le gouvernement pour faire tomber l'arsenal légal et réglementaire qui pesait jusqu'alors sur le système financier japonais, le « Big-bang » ne peut pas être considéré comme une libéralisation vraiment complète des activités financières.

Rejoignant d'une certaine manière l'idée exprimée plus haut, une première critique générale peut-être faite qui concerne la méthode empruntée. Le Ministère des Finances conçoit encore souvent son travail de régulateur suivant le principe selon lequel « tout ce qui n'est pas autorisé est a priori interdit ». Or même si beaucoup a été autorisé, l'accumulation d'une multitude de micro-mesures ne constitue pas un grand mouvement de libéralisation. Cette méthode est à la fois lourde pour l'administration des Finances, longue, opaque et très coûteuse pour l'investisseur privé.

Elle est tout à fait caractéristique du mode de décloisonnement des structures financières qui a été emprunté jusqu'alors. En particulier, l'homogénéisation du secteur bancaire proclamée par le Ministère des Finances, fait encore l'objet de multiples entorses, afin de conserver certaines prérogatives aux banques de crédit à long terme, banques de

fiducie ou banques mutualistes, et il est difficile de faire le point de l'état de la concurrence dans le secteur.

Elle est enfin révélatrice du manque de perspective d'ensemble dont souffrent les autorités japonaises en matière de dérèglementation. Cette conduite « à l'aveugle », par tâtonnements, est encore visible en matière de décloisonnement, dans les tergiversations auxquels se livrent les groupes de travail du Ministère des Finances quand il s'agit de délimiter les nouvelles frontières d'activité des maisons de titres, des banques commerciales et institutions de fiducie (gestion de fonds, activité de dépôts, de courtage, en direct ou par filiales). Elle fait perdre au Gouvernement de sa crédibilité dans les réformes, risque d'introduire des opportunités d'arbitrages de statuts entre les différentes institutions financières en place, et ne permet pas de faire bénéficier le système des effets immédiats des mesures de dérèglementation en vigueur, puisqu'en effet, avant de modifier leurs stratégies de développement, les investisseurs attendent naturellement de connaître l'issue définitive des réformes en cours.

Au-delà de cette critique d'ordre général, mais importante pour la réussite du programme de réforme, il importe de rappeler que la libéralisation future de certains aspects du système financier demeurent incertaine. Il n'est certes pas possible de dresser ici un inventaire complet sur le sujet. Toutefois certains points saillants peuvent être mentionnés.

Le marché de la dette souveraine est à l'heure actuelle mal organisé. Outre le système des intermédiaires de marché, très coûteux et d'une efficacité limitée, il faut ajouter que les autorités publiques japonaises n'ont pas encore réformé et rationalisé leurs procédures d'émission d'emprunts, n'accélèrent pas la titrisation du stock de dette publique et, en fin de compte, ne cherchent pas à étoffer leur courbe des taux sur des maturités longues, élément de passif pourtant fondamental pour les institutionnels comme les assureurs-vie.

Ensuite, on pourrait évoquer d'une part la réglementation très restrictive qui pèse sur les marchés de prêts / emprunts de titres, ainsi que les multiples interdictions qui pèsent sur les opérations de vente à découvert sur les marchés réglementés d'action. Pénalisantes pour les institutionnels étrangers présents dans le pays, puisqu'ils n'ont pas naturellement vocation à disposer d'un portefeuille de titres japonais suffisamment garni pour effectuer leurs opérations d'arbitrage, ces mesures sont également un frein au développement des marchés boursiers de la place de Tokyo.

On peut d'autre part évoquer les barrières qui persistent encore entre les marchés de la dette nationaux et euro. Certaines mesures de segmentation sont encore maintenues qui ne permettent pas le passage immédiat et sans coût d'un marché à l'autre⁵⁴. En outre, dans les émissions

obligataires, la loi ne permet pas l'institution par l'émetteur de tranches internationales. Cet interdit conduit dans la plupart des cas à écarter les maisons de titres étrangères des programmes d'émission (leur clientèle étant pour l'essentiel constituée de gros investisseurs institutionnels), à comprimer la liquidité sur les marchés obligataires japonais et, in fine, à freiner leur internationalisation.

Enfin, on peut d'une manière générale évoquer la difficulté avec laquelle les autorités de tutelle s'engagent dans le développement des marchés à termes et de produits dérivés, tant en bourse que sur le gré à gré. Il est prévu une libéralisation totale de ces marchés : caractéristiques de produits (suppression des systèmes d'autorisation préalable), prix (libéralisation des commissions). Rappelons toutefois que pour certains d'entre eux ces activités sont déjà autorisées. La connivence entre les autorités publiques et les organismes boursiers est pourtant telle que, malgré la demande, ces produits ne sont toujours pas proposés sur les marchés.

Les quelques remarques formulées sont loin d'être exhaustives. Elles ont seulement pour objectif de rappeler que le programme de « Big-bang » du gouvernement japonais contient encore des zones d'ombres qui pourraient se révéler fâcheuses pour le succès du programme de libéralisation. De la même manière, c'est délibérément que nous n'avons pas traité du volet fiscal ou de l'aspect « savoir faire » de la place de Tokyo. Il s'agit là en effet d'un aspect lacunaire du programme de redynamisation de l'activité financière du Japon, mais qui relève de la problématique de la concurrence entre places financières, sujet fort intéressant, mais d'une tout autre nature.

En tout état de cause, il importe de rappeler, en guise de conclusion, que d'une part, il s'agit d'une réforme en profondeur de l'ensemble du système financier japonais qui est en cours et que d'autre part, Tokyo dispose d'atouts « naturels » importants et qui lui seront très utiles au moment où elle entrera pleinement en lice pour la course au statut de première place financière en Asie.

Elle dispose d'un marché d'actions où sont cotées d'importantes capitalisations, d'un marché obligataire, encore figé, mais potentiellement énorme de par la taille de la dette titrisable publique, de par celle des institutions financières et des groupes industriels japonais et de par leurs besoins à venir. Aussi, et surtout, la place de Tokyo dispose d'un marché monétaire potentiellement très large et profond, élément primordial pour une place financière internationale, et dont ne bénéficient pas ses deux concurrents immédiats dans sa zone horaire, Hong-Kong et Singapour.

54. Mise en quarantaine des titres émis sur le marché national avant de les replacer sur les euromarchés.

Tableau 1 :
Indicateurs d'activité des principaux marchés d'action
(en millions USD)

Situation pour janvier	Nombre d'entreprises cotées	Capitalisation totale (Titres locaux)	Montant des transactions (Turnover)		Vélocité
				Dont titres locaux	
E-U (Nasdaq)	5 538	1 510 369,0	378 819 (2)	364 477 (2)	289,6 %
E-U (NYSE)	2 483	7 226 891,1	479 582 (1)	439 383 (1)	73,0 %
Allemagne	2 004	665 967,7	85 978 (2)	82 297 (2)	148,3 %
R-U (Londres)	2 689	1 683 765,1	NS	NS	NS
France (Paris)	873	610 147,8	32 250 (1)	31 331 (1)	136,8 %
Australie	1 188	300 300,3	12 313 (1)	12 224 (1)	48,8 %
Hong Kong	587	449 895,2	27 763 (1)	27 749 (1)	74,0 %
Osaka	1 256	2 205 527,8	12 720 (1)	12 685 (1)	6,9 %
Singapour	271	154 391,1	7 017 (1)	NA	54,5 %
Taïwan	386	291 551,0	69300 (1)	66 700 (1)	280 %
Tokyo	1 834	2 674 662,5	68 961 (1)	68 743 (1)	30,8 %

113

Indications méthodologiques :

NS : Non soumis aux obligations de statistiques.

(1) : Statistiques tirées des systèmes de règlement

(2) : Statistiques rapportées à l'organisme central de marché (marchés organisés)

Ces données sont fournies à titre purement indicatif et ne sont pas directement comparables. (1) comprend tous les types de transactions, en bourse et hors bourse, mais seulement celles effectivement réglées, c'est-à-dire après compensations, annulations, ... (2) ne retient que les opérations effectuées sur les marchés constitués et transmises aux autorités de tutelle, mais elles sont enregistrées en brut. D'autres différences de comptabilisation existent.

(3) : Taux de change monnaie locale/USD à fin janvier 1997.

Source : Organisation Internationale des Commissions de Valeurs .

Tableau 2 :
Activité des marchés dérivés et de change
(en milliards USD, moyennes quotidiennes)

	Chiffre d'affaire total du marché des changes (Net-net)	Contrats dérivés OTC de taux et de change (Montants notionnels net-net)
Etats-Unis	244,4	164
Allemagne	76,2	56
R-U	463,8	351
France	58,0	55
Hong Kong	90,2	60
Singapour	105,4	79
Japon	161,3	139

Source : Dernière enquête d'avril 1995 sur les activités de change - B.R.I.

Graphique 3

