

SOUS LE CHOC DES RESTRUCTURATIONS, LE JAPON PRÉPARE L'AVENIR

ALAIN GUILLOUËT*

Au cours des années récentes, les autorités japonaises ont souvent été pressées de soutenir davantage l'activité économique. L'examen de la réalité montre qu'elles sont allées bien au-delà : elles ont également engagé des actions structurelles, pour assainir et consolider le secteur financier, mais aussi pour faciliter les restructurations en cours.

Sous la pression de la récession, la politique budgétaire a complètement basculé l'an dernier avec deux plans de relance massifs qui se traduisent par des déficits publics de 9 à 10 % du PIB, la politique monétaire est devenue encore plus accommodante avec des taux courts à zéro. Depuis l'été dernier, l'État a également pris des mesures pour lutter contre la contraction du crédit aux entreprises.

Les critiques portées à l'encontre de la politique économique, budgétaire en particulier, paraissent donc excessives. C'est plus l'inefficacité du soutien de l'économie par les politiques budgétaire et monétaire qui est flagrante que leur insuffisance. Ainsi, les neuf plans de relance depuis 1993 ont eu pour effet de porter la dette publique de 60 % du PIB à plus de 110 % cette année et la baisse des taux d'intérêt a débouché sur une trappe à liquidités, tout cela pour obtenir un taux de croissance moyen de 1 % entre 1993 et 1998, la dernière année étant marquée par la plus brutale récession de l'après-guerre. Le vrai problème était ailleurs : le Japon bute aujourd'hui sur des problèmes structurels qui touchent tant le secteur financier que l'industrie ; ils sont en voie de traitement.

215

* Alain Guillouët est Ministre Conseiller Financier près l'Ambassade de France à Tokyo, responsable de l'Agence financière pour l'Asie.

La présente étude, a bénéficié des commentaires de Jean-Yves Marquet et Hervé Gonsard, Attachés financiers, ainsi que de Xavier Monchois et Taku Kamoshida qui ont par ailleurs contribué aux recherches statistiques et graphiques.

Les faillites spectaculaires de trois grandes institutions financières fin 1997 avaient débouché sur une crise de liquidité, un mouvement de défiance à l'égard des banques et une augmentation du coût de leurs ressources (*Japan premium*). Pour y faire face les autorités ont adopté un ensemble de mesures pour assainir et consolider le système bancaire. Après plusieurs années de provisionnement massif de la part des banques (3 000 milliards FF), une injection de fonds publics (375 milliards) accompagnée d'une levée de capitaux sur le marché en mars dernier est venue renforcer les fonds propres des banques japonaises et leur permettre d'éliminer davantage de créances douteuses. L'assainissement des grandes banques avance sous l'action vigoureuse de l'Agence de supervision financière qui, au terme de contrôles sur place approfondis, les a contraintes à dévoiler davantage de créances douteuses, puis a exigé leur restructuration en échange d'une recapitalisation sur fonds publics.

Si le pire semble passé, l'avenir du secteur bancaire japonais reste néanmoins incertain. L'apurement du passé est certes avancé, mais les plans de restructuration n'ont pas complètement convaincu et la récession actuelle engendre de nouvelles créances douteuses qui risquent de prolonger la phase de rationnement du crédit. Parallèlement à son assainissement, on assiste à la recomposition rapide du secteur financier. Les établissements les plus fragiles n'ont pas résisté à la restructuration en cours : nombre de banques régionales, de coopératives et de maisons de titres ont disparu. Les annonces d'alliances stratégiques se sont également succédées à un rythme soutenu depuis le début de 1997 ; de grands acteurs internationaux, (Merril Lynch ou GE Capital), y participent déjà. Le « big-bang », conjugué à l'affaiblissement général du secteur, accélère d'ailleurs la recomposition du paysage financier japonais.

Le rationnement du crédit, l'ampleur des surcapacités de production aussi bien que la sévérité de la récession obligent également les entreprises à se restructurer et non plus à se contenter d'une simple réduction des coûts comme par le passé. Les restructurations sont déjà commencées et ont des chances de réussir parce qu'elles s'inscrivent dans un contexte de changement des mentalités (qu'elles contribuent à provoquer au demeurant) et que les autorités les soutiennent.

Se pose la question de la durée de la phase de restructuration et de son impact sur la reprise attendue. Certains penchent pour une durée courte, comptant sur la forte pression qui s'exerce sur les institutions financières déstabilisées par le « big-bang » et sur les entreprises soumises à la concurrence internationale pour les contraindre à aller vite. Toutefois l'ampleur des surcapacités, les contraintes sociales et aussi le fait que les Japonais ne sont plus en phase de rattrapage conduisent à redouter

que l'ajustement ne soit plus long qu'espéré ; 1999 et 2000 pourraient bien être des années consacrées aux restructurations financières et industrielles, une véritable reprise de l'ensemble de l'économie devant attendre plus tard.

Si la stabilisation de l'économie japonaise semble en cours au vu des comptes nationaux relativement bons du premier trimestre, il est trop tôt pour considérer que la reprise est là. Toutefois, les anticipations sont désormais plus positives. D'une part, la disparition du *Japan premium* sur les marchés signifie que la crainte d'un risque systémique a disparu. D'autre part, la remontée de la Bourse est d'abord le fait des étrangers qui croient à l'efficacité du mouvement de restructuration déjà entrepris. Le redémarrage de l'économie japonaise sur de nouvelles bases est donc tout à fait plausible. De même que les restructurations en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis et le développement de nouvelles technologies dans les années 1970/80 ont produit leurs effets la décennie suivante, les efforts entamés actuellement au Japon devraient dynamiser à terme l'économie japonaise.

UNE STABILISATION DE L'ÉCONOMIE DIFFICILEMENT OBTENUE

217

*La politique économique est entièrement tournée vers la
relance de l'économie...*

La phase de dépression économique que traverse actuellement le Japon, initiée par la crise financière latente et aggravée par le resserrement budgétaire en 1997, a été amplifiée par les crises asiatiques. Devant son approfondissement, les autorités ont joué, souvent avec retard, mais de façon massive, sur les politiques monétaire et budgétaire. La priorité actuelle est au rétablissement de la confiance dans le système financier et à la lutte contre la contraction du crédit.

Sous la pression de la récession, la politique budgétaire a complètement basculé en deux ans

Dans un premier temps, le Gouvernement Hashimoto, engagé dans un plan drastique¹ de redressement des finances publiques, n'a pas réagi. Ce n'est qu'à partir de la fin de 1997 qu'ont été prises de premières mesures. Devant la confirmation de la récession, le Gouvernement Hashimoto avait décidé un *premier plan de relance massif* le 24 avril 1998 ; *d'un montant de 16 trillions de yens*, il prévoyait 7,5 trillions de yens de travaux publics, dont 1,5 trillions de yens à la charge des collectivités locales (3,4 trillions de yens avaient été budgétés dans le collectif de mai

1998) et 4 trillions de yens de réductions d'impôts.

Le 16 novembre 1998, le nouveau gouvernement dirigé par M. Obuchi a présenté *un second plan de relance de 23,9 trillions de yens*, dont 17,9 trillions de yens de travaux publics et de mesures diverses (aides à l'emploi, bon d'achat, soutien aux PME...) et 6 trillions de yens d'allègements fiscaux pour 1999 ; le troisième collectif budgétaire de relance comporte 5,7 trillions de dépenses supplémentaires, dont 4 de travaux publics, et 2 pour la stabilisation du système financier et le soutien au crédit.

Les mesures de relance apparaissaient nécessaires dans un environnement déprimé. Elles ont des conséquences graves sur les finances publiques tant au niveau national que local. *Ainsi le déficit cumulé de l'Etat et des collectivités locales aurait atteint 9,8 % du PIB pour l'année budgétaire passée et serait de 9,2 % pour la nouvelle, l'encours de la dette dépassant 110 % du PIB.* En ce qui concerne les collectivités locales, les tensions sont de plus en plus fortes : leur déficit aurait représenté 9,6 % des dépenses en 1998 et atteindrait 13 % pour l'exercice en cours sur la base de projections récentes ; les frais financiers représenteraient quant à eux 12,9 % des dépenses. Aussi, dans un contexte de vieillissement de la population et d'augmentation du coût des retraites et de la protection sociale, un retour à une politique budgétaire très restrictive sera nécessaire.

218

La politique monétaire vise clairement le soutien de l'économie

La Banque du Japon ne se contente pas de maintenir les taux d'intérêt au jour le jour, très bas : de l'ordre de 0,25 % de septembre 1998 à janvier 1999 en théorie, en-dessous de 0,15 %, mais en fait quasiment nuls depuis le 12 février ; elle alimente aussi les marchés en liquidités pour éviter que les banques locales n'aient des difficultés à se financer ; elle cherche également à *lutter contre le rationnement du crédit* en facilitant le financement des entreprises. Le Gouverneur et d'autres membres du Conseil de la politique monétaire ont annoncé que la Banque du Japon maintiendrait les taux proches de zéro jusqu'à ce que les anticipations déflationnistes disparaissent.

Au total, la politique monétaire menée par la Banque du Japon reste très accommodante et vise toujours le soutien de l'activité. Mais son action a des limites comme le montre l'évolution des encours de prêt des banques qui est sur une tendance baissière depuis plus d'un an (-5,2 % en avril en glissement annuel, cf. graphique ci-après) et le fait que plus les agrégats monétaires sont larges, plus leur croissance se ralentit. Cela étant, tous les agrégats monétaires croissent plus vite que le PIB nominal. Et si l'impact sur l'activité n'est pas apparent, certaines valeurs nominales commen-

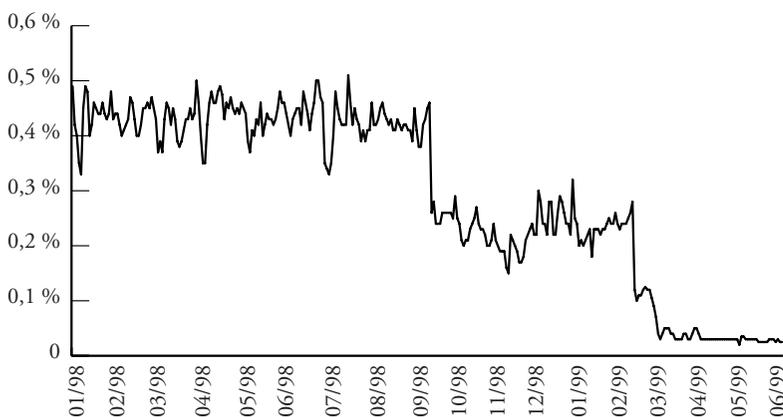
cent à réagir, le Nikkei ayant assez fortement monté depuis le début de l'année de même que les parts de golf². En ce qui concerne l'encours de prêt, le recul est désormais dû pour la quasi-totalité aux grandes banques (celles qui ont recouru aux fonds publics), leurs annulations de crédit s'étant accrues ces derniers mois (contraction de l'encours supérieure à 7 % pour les mois de décembre à février).

De son côté, l'Etat a pris également depuis l'été dernier des mesures pour lutter contre la contraction du crédit aux entreprises. En août, le gouvernement a annoncé la mise en place de 20 trillions de yens de *garanties pour les emprunts bancaires des PME* à travers les organismes publics de garantie et 20 trillions de yens de crédits supplémentaires pour les institutions financières parapubliques. Ces dispositifs sont entrés en application début octobre 1998. Lors de l'annonce du second plan de relance du 16 novembre 1998, 7 trillions de yens de garanties supplémentaires ont été ajoutés à ces 40 trillions, cette fois-ci au bénéfice des PME de taille moyenne.

Cela étant, si les garanties données par les institutions publiques ont soulagé les PME, elles n'ont pas pour autant permis une expansion du crédit pour l'ensemble de l'économie. De surcroît, il y a un risque : que les critères d'octroi des garanties aient été trop souples. Si c'était le cas, comme le prétendent certains analystes, alors la collectivité devrait tôt ou tard assumer les pertes qui en résulteront. Au demeurant, cela signifierait aussi que des entreprises inefficaces livrent une concurrence déloyale à d'autres plus performantes, retardant les mouvements de restructuration en cours.

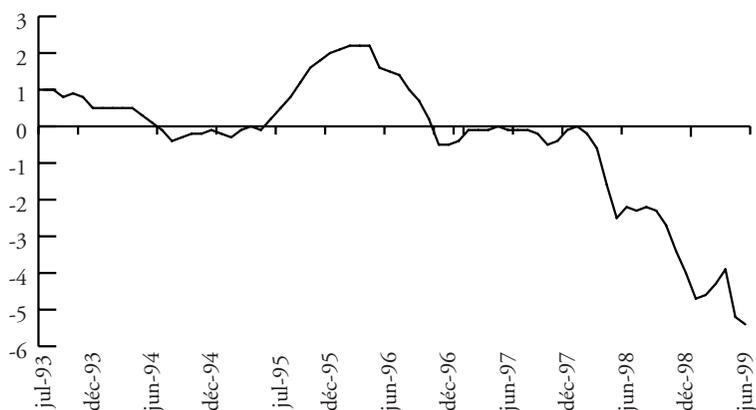
219

Graphique n° 1
Taux interbancaire au jour le jour depuis le 01/01/1998



Source Bloomberg

Graphique n°2
Evolution des encours de prêts des banques



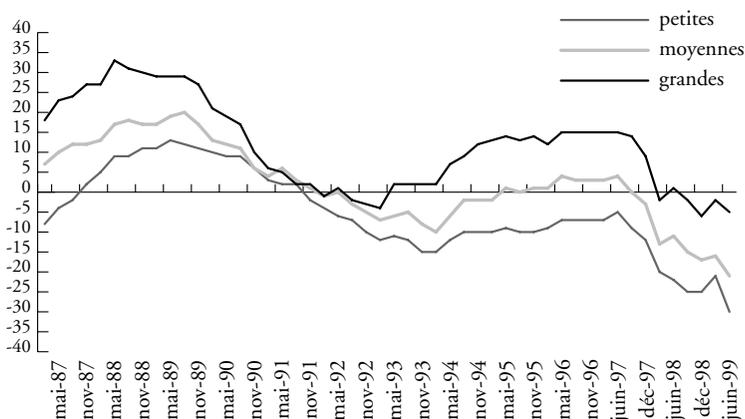
Source Bloomberg

Les autorités s'attaquent enfin sérieusement à la crise du secteur bancaire

Les faillites de l'automne 1997³ et la crise de liquidité qu'elles ont provoquée se sont bien traduites par un sévère rationnement du crédit dont les enquêtes de la Banque du Japon rendent compte. Les *Tankan* de décembre 1997 et mars 1998 ont ainsi fait apparaître une dégradation brutale de la situation financière des entreprises et une plus grande difficulté à obtenir des crédits comme le montrent clairement les graphiques ci-dessous.

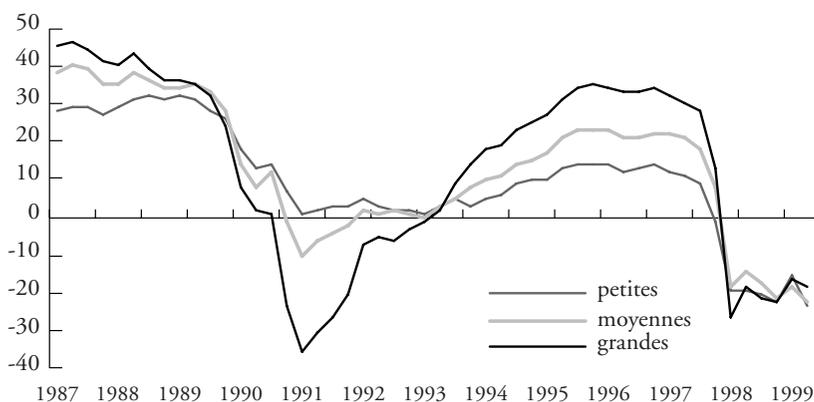
220

Graphique n° 3
Situation financière des entreprises



Source : Tankan, Banque du Japon

Graphique n° 4
Facilité d'obtention des crédits



Source : Tankan, Banque du Japon

Les autorités avaient garanti aux particuliers leurs dépôts sans limitation de plafonds jusqu'au 31 mars 2001 et assuré aux professionnels qu'elles se portaient garantes de la solvabilité des 21 grandes banques japonaises. Ces faillites - qui ont notamment concerné de grandes institutions, y compris l'une des grandes banques - n'ont donc lésé aucun déposant puisque le Fonds de garantie des dépôts et la Banque du Japon sont intervenus pour éviter toute crise de liquidité aussi bien vis-à-vis des clients de la banque que sur le marché interbancaire. Elles ont néanmoins provoqué une *défiance* d'une part *des déposants* à l'égard des établissements fragiles ou jugés tels au profit des institutions jugées plus sûres (comme le réseau postal, Citibank - qui a développé une activité de détail - et les toutes premières banques japonaises), d'autre part une méfiance plus ou moins forte *des institutions financières elles-mêmes* à l'égard de l'ensemble des banques japonaises, provoquant l'apparition d'une prime de risque sur le marché interbancaire (le *Japan premium*) aussi bien interne qu'international, prime dont le montant variait selon le degré de fragilité imputé à chaque banque et qui a pu dépasser 100 points de base à certains moments. Le renchérissement de leurs ressources et la difficulté d'en lever ont donc également *contribué au développement du rationnement du crédit*.

Or, dans un pays où le financement des entreprises est d'abord assuré par le crédit bancaire, la lutte contre le rationnement du crédit est une priorité. Au-delà de bas taux d'intérêt et de liquidités abondantes, les banques ont donc besoin de voir leur bilan assaini et consolidé. Ce processus est désormais engagé.

Le nouveau dispositif public de stabilisation du système bancaire, adopté début octobre après deux mois de négociations difficiles, com-

prend trois volets : la mise en place d'un dispositif pour *traiter le cas des banques au seuil de la faillite* ; un cadre permettant une *recapitalisation publique des banques en fonction de leur situation financière* ; une *refonte du cadre institutionnel* pour renforcer la supervision du secteur financier et au terme de laquelle le ministère des Finances doit perdre l'essentiel de ses compétences relatives au système financier. Il s'accompagne d'une enveloppe de *soixante trillions de yens, l'équivalent de 12 % du PIB japonais*⁴.

L'Autorité de supervision financière, en charge du contrôle et de la régulation des banques depuis sa création en juin 1998, a commencé le *nettoyage du secteur*. Dans la foulée du vote des lois l'autorisant, la *nationalisation de la Long Term Credit Bank of Japan (LTCB)*, en état de survie artificielle depuis juin, a été prononcée. Et mi-décembre, l'*ASF prononçait l'insolvabilité de Nippon Credit Bank (NCB)*, autre banque aux difficultés notoires, conduisant à sa *nationalisation le lendemain*.

Depuis lors, a été engagé le *processus de consolidation des plus grandes banques*. Les autorités de tutelle ont décidé que quinze banques recevraient le 31 mars un total de 7,45 trillions de yens pour renforcer leurs fonds propres, ce qui a permis aux établissements d'accroître leurs provisions pour créances douteuses. Cette recapitalisation constitue la concrétisation de la volonté publique de stabiliser le système financier. Cette injection de fonds publics⁵ a permis de maintenir les ratios de solvabilité au-dessus de la norme internationale de 8 %. En revanche, les plans de restructuration des banques n'ont pas entièrement convaincu les observateurs, qui s'attendent pour leur majorité à de nouvelles recapitalisations l'an prochain, ne serait-ce que pour faire face à l'émergence de nouvelles créances douteuses provoquées par la récession actuelle et la crise asiatique⁶.

En définitive, les critiques portées à l'encontre de la politique économique, budgétaire en particulier, paraissent excessives. Certes, le durcissement de la politique budgétaire en 1997, alors que la reprise de l'économie n'était pas consolidée, s'est révélé trop brutal⁷. Mais, d'une part, sur l'ensemble de la décennie les budgets publics (Etat plus des collectivités locales) ont été systématiquement déficitaires, d'autre part, les derniers plans de relance massifs de 1998 - au moment où la récession réduisait les recettes - les ont portés à près de 10 % du PIB et la dette publique brute devrait atteindre 118 % du PIB en 2000 selon l'OCDE. *C'est plus l'inefficacité du soutien de l'économie par la politique budgétaire qui est flagrante que son insuffisance. Le vrai problème était ailleurs : le non traitement de la crise financière. On peut désormais considérer que la politique économique va dans la bonne direction* et que, si l'économie ne réagit toujours pas, c'est que des changements structurels sont nécessaires.

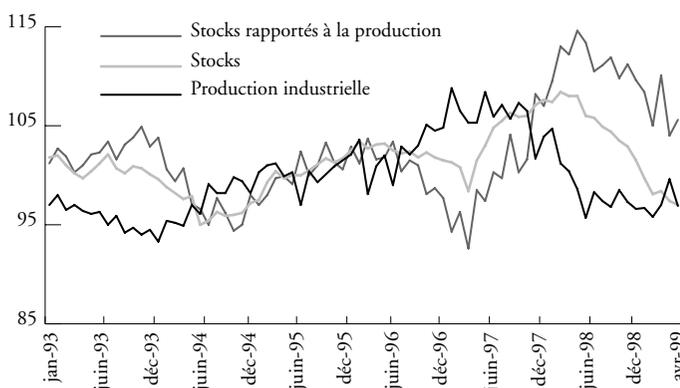
... a permis de déboucher sur une stabilisation de l'économie

Des forces récessives continuent de s'exercer

L'ajustement des stocks et de l'outil de production n'est toujours pas achevé.

Par rapport à leur plus haut niveau de février 1998, les stocks étaient en avril 1999 plus faibles de 10,5 %. Ils restaient néanmoins encore trop élevés, car la production industrielle avait également baissé (- 4,2 % pour la même période). Aussi l'indicateur des stocks rapportés à la production industrielle calculé par le MITI était-il encore élevé : 105,6, même s'il avait baissé par rapport à son plus haut niveau d'avril 1998 (114,6).

Graphique n° 5
Stocks et production industrielle (indices base 100 1995 - cvs)



Source : MITI

Les surcapacités subsistent. Ainsi le taux d'utilisation des capacités de production oscille entre 93 et 96 % depuis avril 1998. C'est non seulement la conséquence de la baisse de la production industrielle, c'est aussi la traduction du surinvestissement chronique auquel se livrent les entreprises japonaises depuis longtemps. Alors que le Japon a connu une croissance très faible depuis le début des années 1990, le taux d'investissement est resté élevé tout au long de cette période ; le niveau de l'investissement rapporté au PIB reste historiquement élevé depuis la fin des années 1980 (cf. graphique) et le ratio de capital (stock de capital / PIB) n'a cessé d'augmenter. Aux investissements réalisés au Japon devraient d'ailleurs être ajoutés ceux effectués à l'étranger - qui sont élevés depuis la *yen daka*, c'est-à-dire l'envolée du yen au milieu des années 1980 - pour apprécier l'effort global d'investissement des entreprises japonaises et leurs excès. Autrement dit, au-delà des évolutions heurtées constatées depuis le début de la décennie, les entreprises japonaises ont beaucoup investi pendant les dix dernières années sans

que les débouchés ne suivent. Elles ont donc des surcapacités importantes⁸, ce que traduit le faible taux d'utilisation des capacités de production. De même, l'écart entre les entreprises qui déclarent être en sureffectifs ou en sous-effectifs est supérieur à 20 points selon le dernier *Tankan*. Certes la récession actuelle gonfle les surcapacités, qui se réduiront en cas de reprise, l'importance des restructurations devrait accélérer le déclasserment d'une partie du stock de capital, le progrès technique rend obsolètes certains équipements qui doivent être remplacés ; il faudrait donc réduire l'estimation des surcapacités au vu de ces trois facteurs. Néanmoins, l'ajustement sera douloureux. *L'Economic Planning Agency (EPA) estime que les capacités excédentaires de production représentent environ l'équivalent d'une année entière d'investissement*⁹.

*Le Tankan de mars de la Banque du Japon indique que l'ajustement des capacités de production est en cours. Les entreprises estiment à 5 % la baisse de leur investissement pour l'année qui vient de s'écouler (après - 3 % en 1997) et à - 13 % pour l'exercice 1999. Le recul est encore plus brutal pour le secteur manufacturier : - 11,6 % en 1998 et - 15,1 % en 1999*¹⁰. A cet égard, même si les entreprises, surtout les petites et moyennes, jugent leur situation financière tendue depuis le début de l'année 1998 et déclarent avoir du mal à obtenir des crédits, *le rationnement du crédit est sans doute moins important dans l'explication du recul de l'investissement que l'existence de surcapacités massives et la faiblesse de la demande.*

*C'est donc un effet dépressif que devrait exercer l'investissement des entreprises au cours des prochaines années, contrairement aux années 1980 où c'était la composante la plus dynamique de la demande et où son poids dans le PIB était passé de 13 % en 1980 à 20 % en 1991. Cet effet dépressif risque d'être élevé puisque, par comparaison*¹¹, les Etats-Unis ont un taux d'investissement des entreprises sur le PIB de l'ordre de 10 % seulement.

Graphique n° 6
FBCF des entreprises/PIB de 1970 à 1999



Source : EPA / Agence financière

L'environnement reste déflationniste

Les entreprises sont confrontées à une spirale déflationniste claire : baisse du chiffre d'affaires¹² et des profits, contraction du crédit, recul des investissements et de la masse salariale qui alimentent un nouveau cycle. La baisse du chiffre d'affaires résulte d'un double mouvement des prix de gros, qui sont une pente descendante depuis le début de la décennie proche de 1,5 % par an, et d'une baisse des ventes. Ainsi la production automobile au Japon a diminué de 5 % l'an dernier et les immatriculations de 12 %. Or, les entreprises sont fortement endettées. Elles ont donc de plus en plus de difficultés à assumer le service de leur dette, et ce d'autant plus que les banques réduisent leurs encours de crédit. Cette contrainte financière devrait continuer à peser sur les entreprises.

En ce qui concerne les ménages, leurs dépenses nominales ont baissé de 1,5 % en 1998 (2,2 % en volume) ; c'est la troisième année budgétaire de baisse. En effet, *pour les ménages aussi, les tendances déflationnistes* ne résultent pas seulement de données objectives, mais également de l'environnement démographique et psychologique.

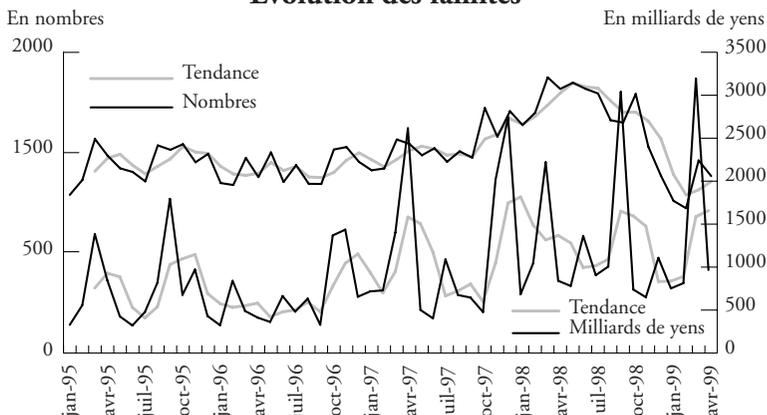
L'anxiété des ménages ne s'est pas nourrie du seul alourdissement brutal des prélèvements obligatoires de 2 % du PIB en 1997 et d'un discours très rigoureux pour les années suivantes ; elle résulte aussi d'une série d'évolutions défavorables, certaines récentes : la montée du chômage¹³ (4,8 % de la population active en avril) et la baisse du revenu¹⁴ disponible (- 0,2 % en 1998) notamment, d'autres plus anciennes : le vieillissement de la population avec des fonds de pension insuffisamment financés, la remise en cause progressive de l'emploi à vie et du salaire à l'ancienneté, la dévalorisation massive des actifs au cours de la décennie (immobilier et actions), les inquiétudes sur la solidité du système financier et la perspective de voir les prélèvements obligatoires monter.

Ce contexte difficile ne pèse pas sur la seule consommation, il *touche également le logement* qui est néanmoins en voie de rétablissement. Après l'effondrement de 1997 (recul proche de 30 % de l'activité de ce secteur au dernier trimestre 1997), la baisse s'est ensuite ralentie pour être de 10 % au cours des trois derniers trimestres connus en comptabilité nationale. Cela étant, les mesures fiscales en faveur du logement adoptées récemment¹⁵ aussi bien que la faiblesse des taux d'intérêt se traduisent par une augmentation des demandes de prêts du Crédit foncier (+ 66,8 % pour janvier / mars 1999 en glissement annuel) qui pourraient soutenir ce secteur au cours des prochains mois, ce que semble confirmer la stabilisation du nombre de mises en chantier constatée en mars / avril (+ 0,04 % et + 1,1 % respectivement).

*De premiers signaux positifs apparaissent néanmoins**Le rationnement du crédit tend à se desserrer*

Quelques indices montrent que l'action des pouvoirs publics a permis de desserrer le rationnement du crédit. Le soutien aux PME semble avoir produit de premiers effets. En effet, depuis novembre, le nombre de faillites est en baisse constante pour retomber en-dessous des 1 000 unités pour la première fois depuis janvier 1995. De même, le montant des faillites a baissé trois mois sur quatre en glissement annuel. Autre indication dans le même sens, les mises en chantier par de futurs propriétaires ont, en avril, augmenté de 43,4 % pour celles qui sont financées par le Crédit foncier (Jutaku Kinyu Koko) tandis que celles financées par les banques ont reculé pour le onzième mois consécutif.

Graphique n°7
Evolution des faillites



Source : Teikoku Data Bank

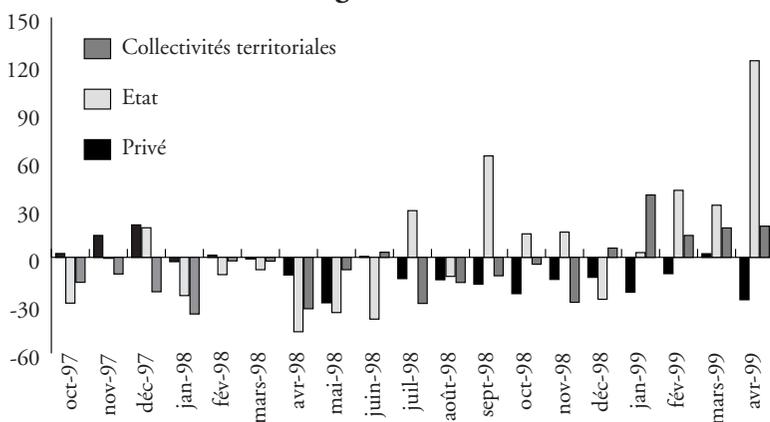
L'investissement public redémarre

Au quatrième trimestre 1998, l'investissement public a progressé de 8,9 % en glissement annuel et a apporté une contribution positive à la croissance de 0,8 % et au premier trimestre 1999 de 22,8 % pour une contribution de 1,9 %.

Toutefois, alors même que deux plans massifs ont été annoncés en six mois, les constructions publiques sont sur une tendance de croissance comparable à celle des années 1996 et 1997, mais pas à celle de 1995 qui était pourtant également une année de forte relance budgétaire, mais avec des moyens financiers *a priori* moins importants qu'aujourd'hui. Les collectivités locales semblent à l'origine de ce retard ; plusieurs facteurs l'expliquent. D'abord, elles prennent leurs décisions postérieurement à l'Etat, lors de l'adoption des budgets complémentaires de

septembre ou de février. Ensuite, les collectivités locales sont lourdement endettées ; elles tendent donc à limiter leurs investissements. De plus, une partie du financement « apporté » par l'Etat pour réaliser des investissements vient ensuite en déduction des dotations budgétaires suivantes. Par ailleurs, après de nombreuses années de relance budgétaire, le nombre de projets disponibles et/ou faciles à mettre en œuvre se réduit. Enfin, la sensibilité à l'environnement tend à devenir plus forte. Au total, une partie des plans de relance risque de ne pas être utilisée. En revanche, pour ce qui est du retard des mises en œuvre, l'impact se fera sentir, mais seulement plus tard que prévu, ce qui aura pour avantage de soutenir l'activité au deuxième semestre. Le bon niveau des mises en chantiers de l'Etat et des collectivités locales aussi bien que les commandes passées au secteur de la construction devraient se traduire par une accélération de l'activité au moins l'été.

Graphique n°8
Estimation récente du secteur de la construction
Montant des contrats passés auprès des 50 plus grandes sociétés
de BTP (glissement annuel)



Source : ministère de la Construction

Dans ce contexte incertain, les autorités continuent à afficher un objectif de croissance de 0,5 % pour l'année budgétaire en cours, l'économie ayant touché son plancher et devant rebondir au deuxième semestre. Les analystes privés sont en général plus pessimistes même si la publication du résultat relativement bon du premier trimestre 1999 les conduit progressivement à réviser leurs prévisions¹⁶ ; ils tablent surtout sur un tempo différent. Pour la majorité d'entre eux, à un rebond au premier semestre 1999 succéderait une rechute en fin d'année (« double dip »). Ils craignent même que les autorités, devant le soutien qu'apportera l'investissement public d'ici l'été et du fait du décalage dans la

publication des statistiques, ne réagissent que trop tard à la rechute anticipée et n'adoptent pas à temps un plan de relance supplémentaire. Dans ce cas, le recul du second semestre serait prononcé selon eux et l'année 2000 serait compromise. La Banque mondiale et l'OCDE prévoient au printemps un recul de 0,9 % pour l'année calendaire, le *Château de la Muette anticipant une activité plate en 2000*.

On peut donc imaginer un profil soit en U (avec un creux assez long), soit en V (avec une reprise rapide), soit en W si, dans l'hypothèse d'un sursaut provoqué par l'impact des plans de relance, l'économie replongeait sous l'effet des restructurations.

DES CHANGEMENTS STRUCTURELS PROMETTEURS

Les politiques de soutien de l'activité n'ont pas fonctionné jusqu'à maintenant. Ainsi, les neuf plans de relance depuis 1993 ont eu pour effet de porter la dette publique de 60 % du PIB à plus de 110 % cette année et la baisse des taux à zéro a débouché sur une trappe à liquidités, tout cela pour obtenir un taux de croissance moyen de 1 % entre 1993 et 1998, la dernière année étant marquée par la plus brutale récession de l'après-guerre et celle qui commence s'annonçant médiocre. Même si les autorités sont prêtes à user encore des outils budgétaire et monétaire, le Japon ne retrouvera un nouvel élan que si des changements structurels se produisent. Or, d'une part, on peut considérer que les excès de la bulle des années 1980 sont désormais résorbés, à tout le moins en ce qui concerne les marchés des actifs boursiers et immobiliers, d'autre part, tant le secteur financier que l'industrie manufacturière sont en train de se restructurer.

228

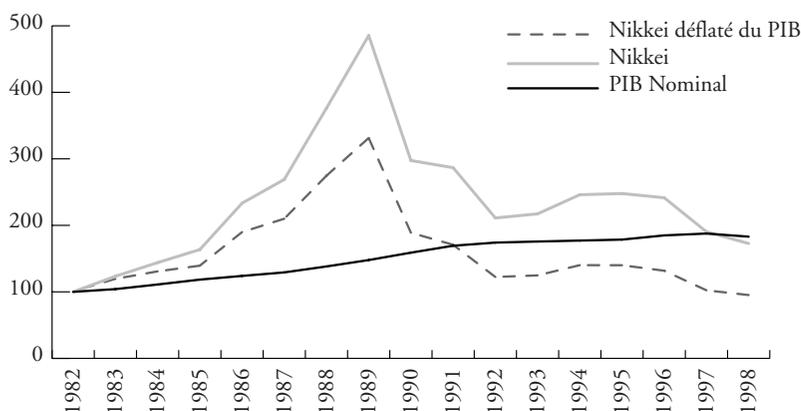
« La bulle est purgée » pour l'essentiel

Les banques sont en train de purger les dernières créances douteuses héritées de la « bulle ». Au-delà de l'assainissement financier, il y a aussi une purge réelle, c'est-à-dire que les grandeurs économiques se sont elles-mêmes dégonflées. Pour s'en convaincre, il suffit de déflater les prix de l'immobilier et l'indice de la Bourse par le PIB nominal pour se rendre compte que, si les deux avaient fortement augmenté entre 1982 et 1990, depuis lors ils ont beaucoup baissé au point de se retrouver à un niveau inférieur au point de départ.

Le prix du foncier ainsi déflaté pour les bureaux et commerces dans les trois principales agglomérations (Tokyo, Osaka et Nagoya) a plus que doublé entre 1982 et 1991, puis baissé de 73 % jusqu'en 1998. Les évolutions sont un peu moins contrastées pour le logement (+ 65 %, puis - 50 %) et pour l'ensemble du marché (+ 58,5 %, puis - 47,5 %).

Le même mouvement est observable sur le marché des actions puisque le Nikkei, après avoir plus que triplé entre 1982 et 1989, a reculé de 81 % par la suite. Dans tous les cas on est même retombé en-dessous de la base 100 de départ¹⁷. La bulle est bien purgée.

Graphique n°9
Evolution de l'indice du Nikkei, du PIB nominal
et du Nikkei déflaté



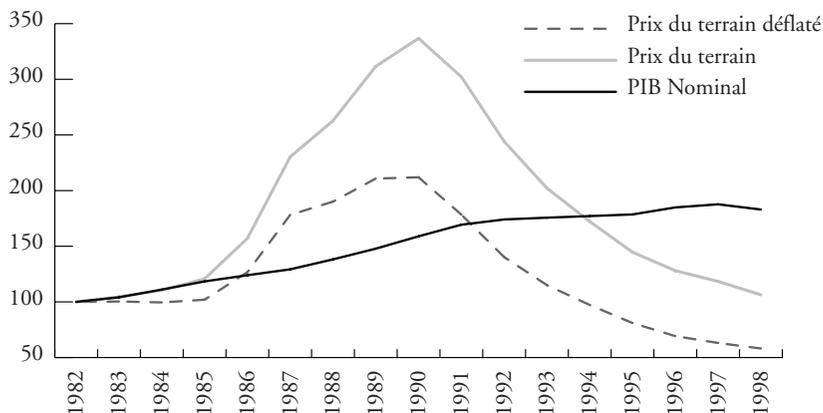
Base 100 1982,

Sources : Banque du Japon pour le Nikkei 225, EPA pour le PIB,

Traitement Agence Financière

229

Graphique n°10
Evolution du prix des terrains à usage de commerce et de bureaux
dans les trois principales agglomérations japonaises

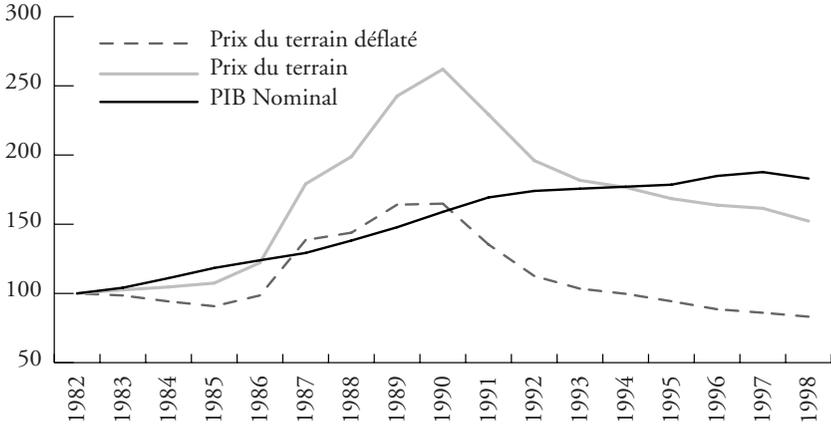


Base : 100 en 1982,

Sources : National land agency pour le prix des terrains, EPA pour le PIB

Traitement : Agence Financière

Graphique n°11
Evolution du prix des terrains
à usage de logement dans les trois principales
agglomérations japonaises



Base : 100 en 1982.

Sources : National land agency pour le prix des terrains, EPA pour le PIB

Traitement : Agence Financière

230

Cette baisse massive des prix des actifs n'a pas que des conséquences négatives ; elle présente aussi des aspects plus favorables : *le risque de nouvelle baisse est désormais faible et elle serait d'ampleur limitée alors que le potentiel de hausse est élevé.*

Ainsi les étrangers, qui sont acheteurs depuis six mois à la Bourse de Tokyo, sont-ils à l'origine de son rebond en février - mars ; c'est essentiellement le résultat, d'une part, de la mise en œuvre du plan d'assainissement du système bancaire - qui écarte le risque systémique -, d'autre part, de la conviction qu'à un niveau aussi bas, les cours ne peuvent que remonter, enfin des nombreuses annonces de restructuration depuis le début de l'année.

On constate le même phénomène pour l'immobilier : les fonds américains spécialisés dans le rachat d'actifs décotés achètent, depuis l'an dernier, des créances douteuses avec leurs garanties immobilières, persuadés que le marché est déjà au plus bas. Et les achats de bureaux par des sociétés étrangères¹⁸ implantées à Tokyo (parfois d'immeubles entiers ou de terrains pour construire) se multiplient.

C'est notamment le cas de la Hong-kong et Shangai Bank et de Hermès en plein Ginza.

Tableau n°1
Achat de créances douteuses immobilières
par des investisseurs étrangers (en milliard de yens)

	Acheteur	Vendeur	Valeur comptable
1997/98	Goldman Sachs & Co.	Sumitomo Bank	40,0
	Bankers Trust Co., Deutsche Bank	Crown Leasing Co.	280,0
	Goldman Sachs & Co.	Bank of Tokyo-Mitsubishi	12,5
	Lone Star Opportunity Fund LP	Bank of Tokyo-Mitsubishi	20,0
	Non identifié	Sanwa Bank	150,0
	Merrill Lynch & Co., Lone Star Opportunity Fund LP	Sakura Bank	400,0
	Secured Capital Corp., Credit Suisse First Boston	Mitsui Trust & Banking Co	130,0
	Non identifié	Sumitomo Bank	100,0
1998/99	Daiwa Securities America Inc., J.P. Morgan & Co.	Bank of Tokyo-Mitsubishi	100,0
	Merrill Lynch & Co., Lone Star Opportunity Fund LP	Sanwa Bank	30,0
	Merrill Lynch & Co., Lone Star Opportunity Fund LP	Fuji Bank	50,0
	Non identifié	Daï-ichi Kangyo Bank	200,0
	Non identifié	Sumitomo Bank	60,0

231

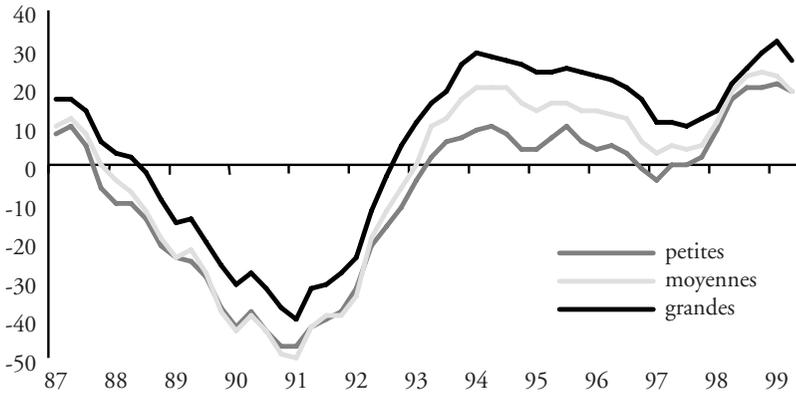
Source : The Nihon Keizai Shimbun du 9 mars 1999 ; années budgétaires : du 1^{er} avril au 31 mars.

Les restructurations industrielles sont en cours

L'ampleur des surcapacités, la sévérité de la récession aussi bien que le rationnement du crédit¹⁹ nécessitent une restructuration et pas seulement une réduction des coûts comme par le passé. Les restructurations ayant été repoussées par le soutien artificiel que les politiques budgétaire et monétaire ont apporté à la croissance, elles sont d'autant plus nécessaires et leur composante structurelle en sera d'autant plus brutale. L'industrie est donc contrainte de se restructurer en profondeur, y compris dans les secteurs traditionnellement forts de l'économie japonaise : l'électronique et l'automobile. En outre, des modifications comptables récentes ou à venir obligent les entreprises à dévoiler leurs pertes, parfois logées discrètement jusque-là dans les filiales, et les insuffisances de financement de leurs fonds de pension ; c'est en particulier vrai de l'obligation de consolider les comptes de groupes à partir de l'exercice comptable en cours et de clarifier la situation de leurs fonds de pension l'année suivante. Les entreprises ont essayé de

repousser les ajustements, en particulier d'effectifs comme le montre le graphique ci-dessous, mais l'approfondissement de la récession les a conduites à changer leur comportement.

Graphique n°12
Evolution de l'emploi selon la taille des entreprises



N.B. : solde entre les entreprises qui se déclarent en sureffectifs ou en sous-effectifs
Source : Tankan de la Banque du Japon de mars 1999

232

Plusieurs groupes ont annoncé des réductions d'effectifs et une réorganisation de leurs activités, voire leur recentrage. Le mode de gestion des entreprises évolue également puisque certaines, comme Omron, ont décidé de regrouper dans des filiales relativement autonomes certaines activités afin de mieux suivre leur évolution, en particulier leur rentabilité. Même des groupes performants comme Sony se sont lancés dans de telles opérations (avec une baisse de ses effectifs de 17 000 personnes), mais cette fois-ci dans une optique dynamique plus que défensive.

Quant à l'automobile, l'association Renault-Nissan est certes spectaculaire, mais de telles opérations ont déjà eu lieu dans le passé, dont la montée en puissance de Ford au capital de Mazda. Si ces restructurations se traduiront à terme par une plus grande compétitivité, dans l'immédiat elles affaiblissent la demande : d'abord la consommation, puisque les effectifs diminuent et surtout les salaires dans un pays où l'emploi est privilégié aux dépens des revenus²⁰, ensuite l'investissement dans une période de surcapacité chronique. En outre, pour limiter les réductions d'effectifs, les grands groupes tendent à rapatrier une partie de la production de pièces détachées et autres composants, ce qui signifie que les PME sont en plus touchées par les restructurations des grands groupes.

Selon une enquête réalisée en septembre dernier par l'Institut Japonais du Travail auprès de 660 sociétés, un quart des entreprises avait procédé à une restructuration avec réduction d'effectif au cours des douze mois précédents (retraites anticipées, transferts dans les filiales, départs volontaires et, rarement, licenciements). Les secteurs les plus touchés étaient la distribution (31 %), les transports et télécommunications, la construction (29 %), le secteur financier (26,4 %). La baisse moyenne des effectifs était de 1,7 %, mais dépassait 5 % pour la construction.

L'expérience montre que les réductions d'effectifs peuvent en fait être drastiques dans les secteurs en déclin ; ainsi, le secteur sidérurgique a réduit de moitié ses effectifs au cours des 25 dernières années pour une production qui a reculé du quart.

En outre, *les modes de rémunération évoluent* : l'ancienneté reste certes prédominante, mais le mérite est progressivement pris en compte, essentiellement sous la forme d'une modulation des *bonus* selon des critères d'efficacité et plus seulement de grille hiérarchique. De surcroît, des entreprises commencent à introduire les *stock options* au profit de leurs dirigeants et de leurs cadres supérieurs²¹.

Face à ces évolutions, le Premier Ministre a créé une Commission chargée de rechercher les moyens de renforcer la compétitivité industrielle. Cette Commission, composée de responsables politiques et économiques, qu'il préside lui-même, a d'abord pour objectif d'éliminer les surcapacités industrielles ; elle doit aussi s'attaquer au surendettement chronique des entreprises. La tentation des pouvoirs publics est de demander aux banques de convertir une partie de leurs créances en actions en contrepartie des injections massives de fonds publics, voire d'en abandonner une partie pour les entreprises en difficulté, exercice délicat et dangereux qui intéresse plusieurs entreprises du BTP²² (cf. tableau ci-après).

Au plan juridique, une première réforme portant sur la procédure des faillites fait déjà l'objet d'un projet qui sera prochainement soumis au Parlement. La législation sur les faillites serait revue afin de rééquilibrer les relations entre les créanciers et les débiteurs (jusqu'à là très favorables aux premiers) ; désormais, les entreprises en difficulté garderaient la possibilité de se restructurer sous la protection des tribunaux²³. Une telle réforme faciliterait l'élimination des surcapacités, ce qui améliorerait la productivité, donc la rentabilité des entreprises. Les milieux d'affaires réclament également des allègements fiscaux, notamment l'allongement (à 10 ou 15 ans contre 5 aujourd'hui) de la durée d'imputation des déficits résultant soit de fermetures d'implantations, soit de réductions d'effectifs.

Tableau n°2
Demande d'abandon de créances par de grands promoteurs /
constructeurs immobiliers japonais

	Montant d'abandon de créance	Nombres d'institutions financières concernées	Banques principales	Part des créances des banques principales*	Projet de restructuration
Sato Kogyo Company Ltd.	111 Mds Y	19	DKB Hokuriku Bank	68 %	Traitement de pertes pour 100 Mds à la clôture de mars 1999 ; liquidation de 18 sociétés du groupe sur 64 à la clôture de mars 2000 ; désendettement pour 220 Mds avant mars 2009.
Fujita Corporation	120 Mds Y	5	Sakura Tokai	87 %	Traitement de pertes pour 280 Mds à la clôture de mars 1999 ; désendettement pour 122 Mds avant mars 2000
Towa real estate Co. Ltd.	287 Mds	6 + Fujita Corp.	Tokai	62 %	Désendettement pour 439 Mds avant mars 2004 ; liquidation de 8 à 9 sociétés du groupe.
Haseko Corporation	355 Mds Y + 40 Mds d'augmentation de capital	39	Daiwa, IBJ Mitsui Trust	51 %	Désendettement pour 961,6 Mds avant mars 2014 ; abandon de créances étalé sur 3 ans à partir de mars 2000 ; liquidation ou vente de 10 sociétés du groupe sur 13.
Aoki Corporation	205 Mds Y	26	Asahi, IBJ	78 %	Traitement de pertes pour 290 Mds Y à la clôture de mars 1999 ; désendettement pour 203,6 Mds sur 22 ans.

- Les demandes sont présentées par les constructeurs tête de groupe (sauf pour Towa Real Estate) confrontés à la fois à des interruptions de chantiers et une plus grande concurrence dans le secteur. S'y ajoutent les difficultés de leurs filiales de promotion ainsi que des pertes sur leurs portefeuilles de titres ;

- Les banques sont également directement affectées par l'état de santé du secteur puisqu'elles détiennent des participations significatives : DKB est le 2^{ème} actionnaire de Sato Kogyo (4,2 % du capital), Sakura le premier (3,5 %) et Tokai le second (3,2 %) de Fujita, Mitsui Trust le premier actionnaire de Haseko (4,2 %), Asahi le premier de Aoki (3,3 %). Pour Towa Real Estate, filiale à 17,5 % de Fujita, Tokai est le second actionnaire avec 4,1 % du capital ;

- Les quatre plus grands constructeurs ont réalisé des pertes pour l'exercice qui s'est achevé le 31 mars 1999 de 197 milliards ¥ (10 milliards FF), pour Kajima, 147 milliards ¥ (7,3 milliards FF) pour Shimizu, les deux autres ayant réalisé de faibles bénéfices : 275 millions FF pour Taisei et 400 millions FF pour Obayashi.

Tableau n°3
Quelques exemples de restructurations industrielles en cours au Japon

	Résultats de l'exercice	Réductions des effectifs annoncées
Sony Corp.	- 179 Mds Y (- 19 % pour le groupe) (base consolidée)	17 000 en 4 ans, soit 10 % des effectifs (pour l'ensemble du groupe)
Toshiba Electric	- 17 Mds Y (base consolidée)	6 000 entre 1998 et 1999, essentiellement par mutation vers les filiales
Mitsubishi Electric	- 40 Mds Y (base consolidée)	14 500 (8 400 au Japon et 6 100 à l'étranger) en 3 ans (pour l'ensemble du groupe) par limitation d'embauche, vente des filiales
Hitachi	- 375 Mds Y (base consolidée)	4 000 (5,6 % des effectifs) avant fin mars 1999, essentiellement par mutations vers les filiales
NEC	- 150 Mds Y (base consolidée)	15 000 (9 000 au Japon et 6 000 à l'étranger) en 3 ans (pour l'ensemble du groupe) soit 10 % des effectifs : mutation, limitation d'embauche, réorganisation des implantations étrangères
Omron	- + 6,8 Mds Y (- 85 % pour une baisse des ventes de 20 %)	2 000 personnes (12,5 % du total) sans licenciements secs et avec scission du groupe en six entreprises pour mieux suivre leur rentabilité (et en tirer les conséquences...)
Sanyo	- 26 Mds Y	6 000 d'ici 2002, soit 11 % des effectifs

Source : Nikkei / AFI

Tableau n°4
Prises de participation étrangères majeures dans des entreprises japonaises depuis 1996

235

Société étrangère	Société cible Japonaise	Secteur	Part acquise en %	Montant (mds de yens)	Date
GE Capital	NC Card Sendai	Crédit à la consommation	100	120	1994
Glaxo	Nippon Glaxo	Pharmacie	-	66	1996
Ford	Mazda	Automobile	8,4**	62	1996
GE Capital	Marubeni Car System	Financement automobile	-	-	07/96
GE Capital	Toho*	Assurance vie	100	70	02/98
Société Générale Management	Yamaichi Asset Management	Gestion d'actifs	75	-	02/98
Associates	DIC Finance	Crédit à la consommation	90	80	03/98
Merrill Lynch	Yamaichi (réseau)	Maison de titres	-	-	03/98
Citi group	Nikko Securities	Maison de titres	25	217	06/98
GE capital	Lake	Crédit à la consommation	100	600	11/98
GM	Isuzu	Automobile	52,5***	52.5	12/98
GE Capital	Japan Leasing	Crédit-bail	100	800	01/99
Renault	Nissan	Automobile	36,8	643	03/99
Cable & Wireless	IDC	Télécommunications	80,3****	69	06/99

* GE Capital ne reprend pas Toho proprement dit, mais la franchise (licence, forces de vente), dans le cadre d'une co-entreprise avec l'assureur-vie japonais.

** En fait, nouvelle participation, Ford étant déjà dans le capital de Mazda depuis plusieurs années, ce qui porte à 33,4 % la participation globale de Ford. Des discussions ont lieu entre Mazda et Mitsubishi Motors sur un éventuel rapprochement.

*** La participation de General Motors est passée de 3,3 à 10 % à l'occasion de cette opération. Depuis lors, Isuzu a acheté 0,07 % du capital de GM.

**** Au 17,7 % que détenait déjà C. & W., s'ajoutent les 17,7 % de Toyota et autant d'Itochu plus les titres apportés par le public. Au total, C. & W. obtient plus de 97,2 % du capital.

La restructuration de l'industrie se traduit par l'augmentation des investissements directs étrangers qui ont atteint le niveau record de 1 340 milliards ¥ (plus de 60 milliards FF) contre 678 l'année précédente. Si le montant reste limité pour un pays de la taille du Japon et vu ses propres investissements à l'étranger (5,2 trillions en 1998 et 6,6 en 1997), la progression est significative de l'ouverture progressive du pays, en particulier dans le secteur financier. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si elle se concentre sur un secteur en difficulté qui a grand besoin d'une aide financière, y compris étrangère. Ce mouvement devrait se poursuivre puisque plusieurs fonds d'investissement internationaux sont en train de lever des capitaux pour investir au Japon.

Les restructurations ont des chances de réussir parce qu'elles s'inscrivent dans un contexte de changement des mentalités qu'elles contribuent à provoquer au demeurant. Le rapport remis au Premier Ministre en février 1999 par le Président du Conseil de stratégie économique, dirigé par M. Higuchi (Brasseries Asahi) et composé d'universitaires et d'hommes d'affaires, en donne une bonne illustration. *La stratégie générale préconisée par le rapport consiste à faire de la société japonaise une société de compétition.* Société de l'égalité et non du résultat, le Japon doit devenir une société compétitive, où la rémunération dépendra de la performance. Une telle « révolution culturelle » risquant bien entendu de faire des victimes, il convient d'accompagner cette transformation de la mise en place de filets de protection, mais sélectifs, dont bénéficieraient ceux qui font effectivement, mais sans succès, des efforts pour s'adapter à une société compétitive.

Si le rapport traite longuement de l'assainissement des finances du secteur public aussi bien que du secteur financier, la commission vise à *renforcer les capacités d'adaptation de l'économie japonaise, en purgeant le passé, en orientant le développement vers les métiers nouveaux de l'avenir et en adaptant le cadre légal comme le cadre fiscal dans lesquels évoluent les entreprises japonaises.*

Tout d'abord, rendre la société plus compétitive implique une *réforme du secteur de l'éducation* et une plus grande adaptabilité des citoyens. L'un des projets mis en avant est celui de « bons de formation » qui permettront à la personne ayant un emploi, mais désirant en changer, d'être subventionnée pour acquérir de nouvelles compétences et s'adapter ainsi aux évolutions de l'économie.

Les comportements capitalistiques évoluent également puisque, désormais, une entreprise étrangère peut lancer une OPA hostile sur une entreprise japonaise cotée. Ainsi Cable & Wireless vient de réussir son offre publique d'achat sur l'opérateur international de télécommunications, IDC, après avoir surenchéri fortement. Cette réussite est d'autant plus

spectaculaire que d'une part, le Conseil d'administration d'IDC était hostile à cette opération et avait déclaré préférer l'offre de NTT (pour-tant moins élevée), d'autre part, deux grands groupes japonais - le constructeur automobile Toyota et la maison de commerce Itochu - lui ont chacun vendu leur participation de 17,7 % au capital d'IDC, lui donnant ainsi le contrôle de l'entreprise (53,1 % du capital avec sa propre part initiale) ; enfin cette opération s'est passée peu de temps après que des modifications législatives aient rendu possible ce type d'offre (février 1998).

Autres signes de l'évolution des mentalités : d'une part, au cours des années récentes, la fiscalité, traditionnellement d'essence très égalitaire, a été revue à la baisse pour encourager l'activité économique : les taux marginaux des impôts directs ont été abaissés avec en contrepartie une suppression des allègements forfaitaires préexistants (mais sans que la compensation soit parfaite).

En deux ans, le taux effectif de l'impôt sur les sociétés est passé de 49,98 % à 40,87 % cette année (impositions locale et centrale confon-dues) et le taux marginal effectif de l'impôt sur le revenu a été ramené de 65 à 50 % ; d'autre part, le taux de divorce a fortement augmenté au cours des années 1990 pour atteindre 1,94 pour mille personnes en 1998 (contre 1,3 au début de la décennie) et se trouve désormais à un niveau comparable à celui atteint en France (mais deux fois plus faible qu'aux Etats-Unis ou en Grande-Bretagne).

Les changements sont parfois lents au Japon, mais il ne faut pas sous-estimer leur importance et leurs conséquences. Ainsi, à partir du début des années 1990, le secteur de la distribution a été progressivement déréglementé. On en voit aujourd'hui les conséquences non seulement en termes de restructuration des grands réseaux existants (y compris ceux jugés modernes comme Daiei), de disparition d'une multitude de boutiques (244 590 commerces de détail ont fermé entre 1991 et 1997, soit une baisse de 16,6 % du total) et de croissance du nombre de supermarchés²⁴ (+ 11 857 unités entre 1991 et 1997, soit + 51 %) et de celui des *convenient stores*²⁵ (+12 794 unités, + 53,6 %). *Toutefois, si les effectifs employés dans les commerces de détail traditionnels ont baissé de 335 356 personnes (- 6 %), ceux de l'ensemble de la distribution ont progressé de 350 486 personnes (+ 5 %), prouvant que la modernisation du secteur peut s'accompagner d'une croissance de l'emploi.* La distribution évolue également avec l'arrivée des étrangers : Toys R Us (marchand de jouets américain) a 78 magasins et Gap (prêt-à-porter) en a 39, après avoir doublé ses implantations l'année dernière. Carrefour vient d'annoncer qu'il allait ouvrir son premier hypermarché à Chiba l'année prochaine et Wal Mart aurait l'intention de suivre rapidement.

Encadré

Un exemple de déréglementation nécessaire : le logement

Au-delà des restructurations, la poursuite de la déréglementation et la modernisation des normes sont nécessaires, par exemple dans le domaine du logement.

L'une des solutions pragmatiques pour relancer l'économie consisterait à modifier les règles d'urbanisme afin de faciliter la construction de terrains vacants, l'utilisation des friches industrielles, voire la conversion de terres agricoles en terrains à bâtir. On peut aussi s'interroger sur l'opportunité de modifier le régime des droits de succession : dans un pays où les droits de mutation à titre gratuit sont très élevés²⁶, le traitement privilégié²⁷ appliqué aux biens dont la surface au sol est inférieure ou égale à 200 m² conduit les particuliers à diviser les terrains pour les ramener en-dessous du seuil de taxation et/ou à chercher à conserver à tout prix leur bien. Ces règles expliquent ainsi en partie pourquoi à Tokyo, on voit encore des terrains vacants ou d'innombrables petites maisons, ce qui se traduit par une assez faible densité de la ville « intra muros ». Des évolutions réglementaires permettant une densification des terrains se traduiraient, d'une part, par une plus grande incitation à lancer des programmes de logements, d'autre part, par la construction de logements plus grands, donc aussi par la possibilité d'acheter davantage d'équipements de la maison (mobilier, électroménager, électronique, etc.), achats qui sont limités aujourd'hui par la taille des logements existants.

Les parlementaires, notamment du PLD, sont conscients de l'utilité de telles réformes et réfléchissent aux moyens de relancer la construction de logements. Une première mesure, ponctuelle, a été adoptée l'an dernier, qui accroît la réduction d'impôt accordée aux ménages en cas d'acquisition de logement (cf. note n° 15).

L'expérience de la déréglementation dans le secteur des télécommunications montre que son impact peut être important et rapide puisque l'on attribue une partie de la reprise rapide de 1996 au boum des téléphones mobiles.

Se pose la question de la durée de la phase de restructuration. Certains penchent pour une durée courte. Au-delà d'un optimisme plus ou moins spontané, ils comptent sur la forte pression qui s'exerce sur les entreprises soumises à la concurrence internationale pour les contraindre à aller vite. C'est particulièrement vrai dans des domaines comme l'électronique où les restructurer sur trois ou quatre ans signifie prendre «une génération» de retard. Toutefois l'ampleur des surcapacités, les contraintes sociales et aussi le fait que les Japonais ne sont plus en phase

de rattrapage (où il suffisait de suivre la voie ouverte par d'autres en investissant massivement) conduisent à redouter que l'ajustement ne soit plus long qu'espéré ; 1999 et 2000 pourraient bien être des années consacrées aux restructurations, une véritable reprise de l'ensemble de l'économie devant attendre plus tard.

La recomposition du paysage financier a commencé

Le secteur bancaire est lui aussi en phase de restructuration et elle avance vite, sans doute parce qu'il était en quasi-faillite. Le nombre de grandes banques est en réduction rapide après les trois faillites ou/et nationalisations depuis l'automne 1997 : Hokkaido Takushoku, Nippon Credit Bank et LTCB, elles sont désormais dix-sept. S'y sont ajoutées de nombreuses faillites de banques régionales (dont trois au printemps de cette année) et de coopératives, ainsi que de maisons de titres, dont l'une des quatre grandes, Yamaïchi. Les grandes banques réduisent leurs actifs à grande vitesse : la baisse de l'encours de crédit des grandes banques a atteint 8,5 % pour l'année qui s'est achevée le 31 mars 1999, la plus grande, la Bank of Tokyo-Mitsubishi, ayant contracté son encours de 14,8 %.

Parallèlement à la réduction du nombre d'institutions et à la contraction de l'activité, les annonces d'alliances stratégiques se sont succédées à un rythme soutenu depuis le début de 1997 au Japon. Parmi celles-ci, on peut en citer quelques-unes impliquant les plus grands acteurs du secteur financier japonais : l'alliance entre Chuo et Mitsui décidée en septembre 1998 et qui devrait déboucher sur une fusion en avril 2000 pour constituer la deuxième banque japonaise en termes d'actifs ; l'accord conclu en mai 1998 entre Nomura, la première maison de titres japonaise, et IBJ, septième banque, visant à regrouper leurs activités de banques d'investissement ; la prise de participation de Citigroup dans Nikko et la fusion de leurs activités de gros au Japon ; le resserrement des liens au sein du pôle financier du groupe Sumitomo passant par une alliance extensive avec la troisième maison de titres Daiwa Securities ; la décision de mettre en commun leurs réseaux par les banques Tokai et Asahi, respectivement huitième et neuvième banques japonaises. A ces alliances majeures, dont certaines sont spontanées et d'autres apparemment aiguillonnées par les autorités, notamment à l'occasion de l'approbation des demandes de fonds publics, s'ajoutent de très nombreux accords ciblés de coopération dans une activité donnée (souvent en gestion d'actifs entre une institution japonaise et un étranger). Ils dessinent les réseaux de relations entre acteurs qui pourraient bien constituer les lignes des restructurations de demain.

Le « big-bang » japonais signifie que la concurrence va s'accroître, de nouveaux acteurs (y compris étrangers) se développer, des besoins

trer sur leurs forces et tirer parti des complémentarités avec d'autres acteurs, alliés traditionnels ou non.

Le mouvement est bien commencé comme le montre le schéma ci-dessus. Le paysage financier japonais devrait encore évoluer considérablement dans les trois années qui viennent. Le resserrement des liens entre institutions, le plus souvent au sein des groupes d'affaire (les *keiretsu*), où chacun se spécialiserait sur ses compétences les plus développées et où finalement les éléments les plus forts absorberaient les éléments les plus faibles, devrait être le mode dominant de cette recomposition du secteur. Le groupe Sumitomo y est déjà fortement engagé, de même que, dans une moindre mesure, les groupes Mitsubishi, Fuyo et Mitsui²⁸. Ceci pose la question de la capacité des *keiretsu* les plus faibles (Fuyo, Mitsui) à absorber les problèmes de leurs membres les plus fragiles, de même que celle du sort des institutions qui ne sont pas complètement intégrées à un groupe.

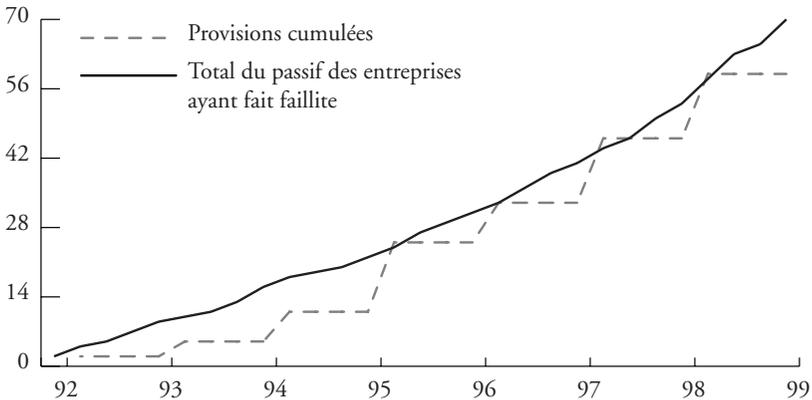
De grands acteurs internationaux, comme Merrill Lynch, Citigroup ou GE Capital, participent déjà à ce mouvement de recomposition, GE Capital ayant en particulier pris le contrôle de plusieurs sociétés financières et récupéré l'activité d'une compagnie d'assurance en faillite technique. La prochaine étape sera la prise de contrôle d'une banque régionale par une banque étrangère (ce qui paraît plus facile et plus vraisemblable que celle d'une banque nationale). D'autres étrangers en effet viendront vraisemblablement participer à ce processus, car il y a encore de la place pour de nouveaux venus, à condition d'entrer sur le marché tant que la fenêtre d'opportunité est ouverte.

Malgré ces restructurations accélérées et de grande ampleur, l'avenir du secteur bancaire japonais reste incertain. Ainsi pour l'exercice 1998 qui a été clos le 31 mars dernier, le résultat net avant impôt des grandes banques est négatif de 6 trillions de yens après passage de 10,5 trillions de yens de provisions et de pertes ; la perte nette après impôt est ramenée à 3,5 millions de yens grâce à une modification des règles fiscales et comptables²⁹ ; elles affichent encore 20,9 trillions de yens de créances douteuses³⁰ à cette date. Alors même que la récession actuelle va se traduire par l'apparition de nouvelles créances douteuses - ce qu'annonce le niveau élevé des faillites des deux dernières années - leur capacité d'investissement, donc de redéploiement, se trouvera limitée. Pour certaines d'entre elles au demeurant, le niveau du ratio créances douteuses sur encours reste toujours anormalement élevé, notamment pour quatre banques de fiducie : Nippon Trust, Yasuda Trust, Mitsubishi Trust et Toyo Trust (plus de 10 % pour elles avec 23,6 % pour Nippon Trust) ; heureusement, elles sont toutes adossées à une plus grande banque...

Au-delà de l'apurement du passé (largement avancé) se pose la question de l'avenir des banques. Or, les plans de restructuration présentés à l'occasion de l'injection de fonds publics - qui prévoient notamment le resserrement du conseil d'administration et un allègement de la pyramide hiérarchique, une réduction des effectifs de l'ordre de 20 000 salariés (13,5 %) et des réductions de salaires, un recentrage sur les activités les plus profitables et, la plupart du temps, la concentration, voire la réduction du réseau étranger - n'ont pas complètement convaincu et la récession actuelle aussi bien que la crise asiatique vont engendrer mécaniquement de *nouvelles créances douteuses*³¹ comme le montre le graphique ci-dessous, ce qui risque de prolonger la phase de rationnement du crédit, *mais le pire semble passé et le risque systémique écarté*. En revanche, le redressement de la profitabilité des banques aussi bien que leur professionnalisation prendront encore du temps. Puisque la rentabilité des banques japonaise est faible alors même que l'assainissement des bilans est inachevé, elles vont manquer de ressources à consacrer au développement de nouvelles activités.

Graphique n°13
Relation entre les défaillances d'entreprises
et les provisions des banques

242



Données cumulées au second trimestre 1992 en trillions de Yen

Source : Tokyo Shoken Research / SSB Citi

A moyen terme, tant les experts que les autorités officielles estiment qu'il ne restera qu'une demi-douzaine de grandes banques japonaises à vocation internationale (alors que même des banques régionales s'étaient lancées dans l'international dans les années 1980). Dès à présent, la plupart des banques présentes à l'étranger réduisent la taille de leurs réseaux, quelques-unes souhaitant conserver une présence minimum en

Asie³² ; mais la majorité ferme toutes ses installations. Seules quelques grandes banques conservent un engagement significatif. Pour se développer à l'international, les entreprises japonaises devront donc également s'appuyer sur les capacités et les compétences des institutions étrangères.

Si la recomposition du secteur bancaire est bien lancée, celle des maisons de titres et des compagnies d'assurance commence seulement et aura des effets tout aussi radicaux. C'est à la fois la conséquence de la libéralisation de ces domaines³³, de l'entrée de concurrents étrangers très performants (offrant des nouveaux produits plus diversifiés et plus sophistiqués), de l'écart entre les taux de rendement offerts et ceux obtenus par leurs placements pour les compagnies d'assurance³⁴, du manque de professionnalisme d'une partie des acteurs concernés (cf. les faillites de maisons de titres Yamaïchi et Sanyo d'une part, de Nissan Life, Toho Life et les autres à venir dans le secteur de l'assurance).

Au total, la stabilisation de l'économie japonaise est sans doute en cours. En revanche, il est trop tôt pour considérer que la reprise est là. Toutefois, les anticipations sont désormais plus positives. D'une part, la disparition du *Japan premium* sur les marchés signifie que la crainte d'un risque systémique a disparu ; c'est la reconnaissance de l'importance et de la mise en œuvre du plan d'assainissement du secteur bancaire. D'autre part, la remontée de la Bourse est le fait des étrangers et intervient malgré la liquidation par les entreprises japonaises de certaines de leurs participations ; les investisseurs étrangers considèrent donc là encore que les perspectives se sont dégagées et l'amélioration de l'environnement asiatique, en particulier en Corée, profitera au Japon. Enfin, et plus fondamentalement, l'ampleur de la récession actuelle est aussi le contrecoup des mesures de restructuration et de rénovation de l'économie japonaise. C'est donc un investissement pour le long terme. Même si la visibilité est faible pour les deux ans à venir, le redémarrage de l'économie japonaise sur de nouvelles bases est tout à fait plausible. De même que les restructurations en Grande-Bretagne et aux États-Unis et le développement des nouvelles technologies dans les années 1970/80 ont produit leurs effets la décennie suivante, les efforts entamés actuellement au Japon dynamiseront à terme l'économie japonaise.

NOTES

1. L'alourdissement des prélèvements obligatoires est évalué à 2 % du PIB sur une seule année du fait du cumul des mesures suivantes. La TVA est passée de 3 à 5 % le premier avril 1997. Les allègements d'impôt sur le revenu opérés dans le cadre de la réforme fiscale de 1994 sont arrivés à expiration fin 1996 et n'ont pas été prorogés. Les taux de cotisations sociales ont été relevés. Le ticket modérateur est passé de 10 % à 20 % pour les salariés. Les dépenses prévues dans le budget initial 1997 étaient en baisse de 4,2 % par rapport au budget exécuté de 1996.

2. Leur prix est très sensible à la conjoncture et s'était envolé, par exemple, à la fin des années 1980.

3. Faillite des maisons de titres Sanyo le 3 novembre et Yamaichi le 24, des banques Hokkaido Takushoku (ou Takugin) le 17 novembre et Tokuyo le 26. En outre, la société d'assurance-vie Nissan Mutual avait été fermée par les autorités le 25 avril, le 14 octobre la banque Kyoto Kyoei avait fusionné avec Kofuku (qui a été fermée en mai 1999...) et le 18 décembre les autorités ont ordonné aux maisons de titres Daiwa et Nikko de rétablir leur situation financière (depuis lors, Nikko a cédé 25 % de son capital au Citi Group). Parallèlement, l'entrée en vigueur progressive des nouvelles règles sur les « actions préventives rapides » (*prompt corrective action*) a conduit les banques à évaluer de façon plus prudente leurs créances douteuses et a donné aux autorités la possibilité de mettre en demeure les banques à la situation trop dégradée - notamment en cas de faiblesse du ratio de solvabilité ou ratio Cooke - de prendre d'urgence des mesures de redressement ce qui peut dans certains cas les conduire à cesser leur activité (cf. les banques régionales Kofuku, Kokumin et Tokyo Sowa par exemple depuis le début de l'année).

4. Un peu moins de la moitié (25 trillions de yens) peut être utilisé pour renforcer les fonds propres des banques. 18 trillions de yens sont destinés à financer le règlement ; des cas les plus difficiles (liquidation, revente après nationalisation) et les 17 trillions restants servent à la garantie des dépôts.

5. Cette recapitalisation publique vient s'ajouter aux 2,1 trillions de yens levés par ces banques sur les marchés de capitaux pour reconstituer leurs fonds propres et aux 1,8 de fonds publics accordés en mars 1998 (mais imputés sur l'enveloppe de 18 trillions de yens destinée à soutenir les établissements en difficulté).

244

6. On a une idée de l'importance du risque asiatique non seulement via les statistiques de la BRI (les encours des banques japonaises sur l'Asie s'élevaient à 323 milliards US\$ en décembre 1995, dont 37 % via Singapour et Hong-kong (ils étaient tombés à 186,7 milliards en juin 1998), mais aussi via les engagements directement pris par les entreprises elles-mêmes. Ainsi les 9 plus grandes maisons de commerce (*sogo shosha*) avaient des crédits non garantis pour un total de 1,5 trillion Y fin septembre (soit plus de 70 milliards FF) sur l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, la Thaïlande et la Corée du Sud. La plupart vont d'ailleurs en pertes du fait de l'effort de provisionnement qu'elles ont entrepris.

7. Ce qui apparaît évident aujourd'hui, mais l'était moins à l'automne 1996 lorsque la décision fut prise après que la campagne électorale précédant les élections législatives avait fait apparaître un large consensus sur ce sujet.

8. On trouve confirmation au niveau sectoriel de l'ampleur des surcapacités. Ainsi la capacité de production « théorique » des sidérurgistes était évaluée à 150 millions de tonnes par le MITI en 1998 pour des ventes de 91 millions, soit une surcapacité de 40 % mais Morgan Stanley estime la capacité réelle à 105 millions de tonnes. De même la capacité de production du secteur automobile (13 millions de véhicules) serait supérieure de 23 % à la production de 1998 (un peu moins de 10 millions de véhicules) ; le taux de surcapacité dépasserait un tiers pour Nissan (voire plus) ; même pour une entreprise aussi performante que Toyota, des dirigeants estiment que sa capacité de production au Japon, proche de quatre millions de véhicules, devrait être ramenée dans une fourchette de 3,2 à 3,5 millions.

9. De son côté, l'institut de recherche de Daiwa estime que l'excès de stock de capital des entreprises est compris entre 43 et 71 trillions de yens selon les méthodes d'évaluation retenues ; si l'on prend le milieu de la fourchette (57 trillions de yens ou 2 850 milliards FF), les surcapacités représentent environ 5,5 % du stock de capital existant et 75 % des dépenses d'investissement des entreprises pour 1998. Pour les analystes de Goldman Sachs, les surcapacités s'élèveraient à 121 trillions ¥, dont un tiers pour l'industrie manufacturière, soit 12,8 % du stock de capital.

10. Ainsi les commandes de machines-outils ont baissé de 26,7 % en mars en glissement annuel, soit le treizième mois consécutif de baisse, et de - 20,2 % pour l'année fiscale 1998.

11. Toutefois, le poids plus élevé de l'industrie manufacturière dans l'économie japonaise signifie que le taux d'investissement devrait rester plus élevé.

12. En revanche, il n'y a pas baisse des prix à la consommation. On assiste aussi, depuis le début de la décennie, à un effondrement du prix des actifs.
13. Si les statistiques sur l'emploi sont aux normes internationales, la situation est différente des autres pays industrialisés. En effet, les entreprises - en particulier les grandes - s'efforcent de conserver leurs salariés quoiqu'il arrive ; les pouvoirs publics les aident d'ailleurs puisque des subventions sont versées à celles qui font suivre une formation professionnelles à leurs salariés inoccupés, les mettent en congé ou les mutent dans une filiale.
14. Les négociations salariales du printemps (*shunto*) ont abouti à la plus faible croissance des salaires connue jusqu' alors, 1998 ayant elle-même été à peine plus favorable.
15. Afin de favoriser l'acquisition de logement, le budget pour 1999 accroît temporairement (pendant deux ans) les allègements fiscaux en matière immobilière qui étaient pourtant déjà substantiels. Leur durée portée de 6 ans à 15 ans, le plafond d'emprunts pris en compte est relevé de 20 millions à 50 millions de yens (2,5 millions de francs), les taux de déduction (du montant de l'impôt payé) sont fixés à 1 % du montant de l'emprunt pour les 6 premières années, 0,75 % de la 6^{ème} à la 11^{ème} année et 0,5 % au-delà. En conséquence, le montant maximal cumulé de la déduction fiscale est porté de 1 800 000 yens à 5 875 000 yens (290 000 francs). Les emprunts pour l'achat de terrains (en même temps qu'une maison) sont désormais éligibles et la limite supérieure de surface qui existait (240 m²) est supprimée. Enfin, le système peut être cumulé avec les reports de déficits fonciers.
16. Par exemple, Goldman Sachs a revu sa prévision de croissance pour l'année budgétaire en cours au vu des résultats des comptes nationaux du premier trimestre, la portant de - 0,8 % à + 0,8 %.
17. Certes le niveau des prix reste élevé par comparaison avec celui constaté dans d'autres pays (selon J. Tofflemire, la valeur des terrains détenus par les ménages et les entreprises était, en 1996, de treize trillions de yens au Japon et de trois seulement aux Etats-Unis ; Asian Wall Street Journal du 21 avril 1999). Toutefois, la forte densité démographique du Japon (pays à dimension limitée, où la montagne occupe beaucoup d'espace) explique au moins une partie de l'écart. Des contraintes réglementaires (protection de l'agriculture, droits de succession favorables aux petites surfaces...), y contribuent également. Les coutumes en font autant, en particulier l'exigence traditionnelle des banques de fournir un collatéral immobilier pour obtenir un prêt ; dans un pays où le prix de l'immobilier se trouve ainsi naturellement aussi bien qu'artificiellement soutenu et où les exigences de rentabilité des capitaux investis sont faibles, les entreprises ont tendance à surinvestir dans l'immobilier et à entretenir la pression à la hausse des prix. Toutefois, depuis 1996, tant les taux de change que les prix du foncier ont varié en sens contraire dans les deux pays (affaiblissement au Japon, renforcement aux Etats-Unis), ce qui a dû réduire très fortement l'écart.
18. Ce mouvement n'a rien à voir avec les opérations d'habillage de bilan que sont les *lease-back* réalisés notamment par les banques et les grands groupes japonais.
19. De façon paradoxale la crise bancaire à l'origine du rationnement du crédit a aussi des effets positifs. En interdisant le recours à un surcroît d'endettement, elle contraint les entreprises à se restructurer pour améliorer leur profitabilité.
20. Via la réduction des *bonus* et des heures supplémentaires, mais aussi le transfert à des filiales où les rémunérations sont moins élevées.
21. Fin mai 1999, 247 entreprises cotées soit 7 % du total, avaient déjà décidé d'introduire des *stock options* (dont 106 pour le seul mois de mai). Source : Nikkei.
22. Outre les risques nouveaux que ferait porter aux banques un tel schéma (notamment parce que leurs possibilités de recours en cas de faillite seraient moins favorables en tant qu'actionnaires que créancières), il irait à l'encontre du mouvement actuel de réduction des participations des banques.
23. Jusqu' alors une entreprise japonaise ne peut engager une procédure de faillite que lorsqu'il ne lui est quasiment plus possible de se restructurer (preuve de l'insolvabilité ou d'un risque élevé) tout en laissant aux créanciers la possibilité d'appeler les garanties. Dans le cas américain du « Chapitre 11 », dont s'inspire le projet japonais, l'entreprise n'a pas à prouver son incapacité à faire face aux échéances, les droits des créanciers sont automatiquement suspendus et la direction peut continuer à être assurée par l'équipe en place.
24. D'une superficie de 250 à 3000 m².
25. Ouverts au moins 14 heures, les *convenient stores* offrent sur une surface de 30 à 250 m² les produits alimentaires de base et des plats préparés, quelques produits pour la maison ainsi que des services financiers élémentaires, essentiellement des virements.

26. Le barème va de 10 à 70 % (à partir de 100 millions FF pour le taux maximum). Mais les abattements et allègements divers sont nombreux, si bien que seules 6 % des successions sont taxées.

27. Si le terrain était le lieu de résidence du défunt ou le siège de son activité professionnelle, des coefficients de minoration de 50 à 80 % sont appliqués à la valeur du terrain.

28. Le groupe Fuyo comprend notamment la Banque Fuji, Yasuda Trust et l'ancienne maison de titre Yamaïchi et le groupe Mitsui la banque Sakura et Mitsui Trust.

29. Du fait des nouvelles règles fiscales comptables, les banques peuvent désormais inscrire dans leurs comptes la reprise d'impôts payés antérieurement et qui donnent lieu à crédit d'impôt en cas de pertes. Cette nouvelle méthode a fortement « amélioré » les comptes de la plupart des banques et même permis à la plus grande, BOTM, d'enregistrer un bénéfice après impôts.

30. Les créances douteuses ont *une nouvelle fois progressé* du fait notamment de l'application de nouvelles règles comptables plus rigoureuses imposées par la FSA. Face à ces créances douteuses, les banques ont accumulé 8,8 trillions de yens de provisions, soit un taux de provisionnement de 31 %. Toutefois, si on ajoute les provisions générales aux provisions spécifiques le taux de couverture monte à 42 %. En outre, si on avait conservé les mêmes normes comptables que l'an dernier, le taux de couverture global aurait été de 65 %.

31. De toute façon, les injections de fonds publics et opérations de sauvetage conduits depuis l'an dernier n'ont pas consommé plus de 20 % de l'enveloppe de 60 trillions de yens. Le filet de sécurité reste encore très protecteur.

32. En particulier, le volume des crédits distribués par les banques japonaises en Asie a été divisé par près de deux entre juin 1995 et décembre 1998 pour retomber à 154 milliards US\$, soit un niveau proche de celui où il se trouvait au début des années 1980. Alors que les banques japonaises représentaient la moitié des prêts aux pays asiatiques en juin 1995, leur part était tombée à 28 % du total en décembre 1998 (Source : ING Barings / BRI). Elles se concentrent de façon quasi-exclusive sur les emprunteurs japonais ou les grandes multinationales (encore que leur coût de ressources tende à les handicaper).

33. Elle sera achevée le 1^{er} octobre prochain en ce qui concerne les commissions sur les transactions en bourse.

34. Les taux de rendement garantis étant fixes, la baisse des taux d'intérêt a engendré des pertes massives au cours des années récentes.