

LA RÉFORME DU SYSTÈME FINANCIER JAPONAIS

MICHEL AGLIETTA *

Le système financier japonais a de grandes difficultés à s'adapter à la globalisation. Il n'est pas le seul. C'est le cas de tous les systèmes, comme celui de la France, qui étaient étroitement administrés. Ces systèmes ont été conçus et réglementés pour financer la reconstruction des économies ravagées par la guerre, puis la croissance rapide au moindre coût. Le succès même de ces systèmes dans la régulation d'un régime de croissance aujourd'hui disparu est la principale raison des immenses difficultés de leur mutation. La persistance des mécanismes qui étaient performants dans des conditions de risque faible et de concurrence bien tempérée, entrave l'adaptation des institutions financières à des risques élevés et à la concurrence exacerbée.

La logique de fonctionnement d'un système financier dépend essentiellement de la médiation réalisée par ce système entre les intérêts des créanciers et ceux des débiteurs. Le système japonais est entièrement tourné du côté des débiteurs et les banques ont la haute main sur l'intermédiation. Parce qu'il finançait la haute croissance ce système était cohérent. L'économie avait un besoin inépuisable de liquidités. Les banques capturaient les dépôts et prêtaient contre collatéral à toutes les entreprises qui se présentaient pour emprunter à bas coût. L'évaluation du risque de crédit était quasi-inexistante ; ce que confirme l'étroitesse des écarts de taux d'intérêt débiteurs. La forte croissance était le mode d'ajustement entre créanciers et débiteurs. L'augmentation des salaires réels compensait largement la modestie des revenus de l'épargne. De leur côté les banques, quasiment protégées contre le risque de défaut, se préoccupaient d'accroître la taille de leurs bilans.

Les difficultés rencontrées par la réforme du système financier japonais viennent de l'absence d'une conception d'ensemble qui admette que la logique de fonctionnement devait être changée. Le ministère des finances a conduit des réformes fragmentaires et échelonnées. Le système a perdu sa cohérence antérieure sans en retrouver une nouvelle. L'opacité de la réglementation financière japonaise ne s'est pas démentie au sein même de la déréglementation !

117

* Professeur à l'Université de Paris X-Nanterre et Conseiller Scientifique au CEPII.

La logique d'un système financier libéralisé est que le coût d'allocation de la monnaie dépend du rendement exigé par les épargnants. Il en résulte que les emprunteurs risqués doivent réaliser un rendement ajusté du risque de crédit sur leurs investissements qui atteigne au moins la norme de rentabilité de l'épargne. Ce mode de fonctionnement implique que les épargnants puissent librement diversifier leurs avoirs, que les organismes de placement se fassent concurrence dans la transparence, que des marchés secondaires évaluent continuellement les actifs, que les intermédiaires analysent les risques de leurs débiteurs potentiels, que les faillites des intermédiaires financiers soient possibles et que la gouvernance des entreprises fasse prévaloir les intérêts des actionnaires extérieurs aux firmes.

Ce modèle financier de la discipline de marché, s'il donnait effectivement l'orientation des réformes, transformerait profondément l'économie réelle en agissant décisivement sur les comportements des entreprises. Si celles-ci ne pouvaient plus compter à coup sûr sur des crédits bon marché, bon nombre d'investissements ne seraient pas entrepris. La restructuration du secteur industriel passerait par de nombreuses faillites. La caractéristique du capitalisme japonais depuis un demi-siècle, le haut niveau du taux d'investissement et le bas taux de chômage, ne serait plus garantie.

118

L'enjeu d'une réforme effective du système financier japonais est donc considérable. Les liens entre l'Etat et la finance, les entreprises et la finance seraient profondément modifiés. C'est cette référence qu'il faut avoir présent à l'esprit pour étudier les débats politiques interminables, les réformes partielles étouffées, les tentatives reprises. Les transformations en cours dans l'actuelle décennie et les dernières propositions qui paraissent plus ambitieuses de libération financière complète doivent être analysées en tenant compte des conditions particulièrement défavorables de leur mise en oeuvre. Car les réformes partielles des années quatre vingt ont abouti à une épouvantable crise financière. L'incapacité de traiter cette crise laisse de nombreux pans du système financier durablement fragiles. Aussi est-il douteux que le choc d'une libéralisation véritable puisse être supporté sans refonte du dispositif prudentiel, laquelle est pour le moins hésitante. On évoquera donc les péripéties de la résolution de la crise bancaire avant d'essayer de pénétrer les arcanes des transformations du système financier japonais.

La résolution de la crise bancaire

Prenant la suite de l'effondrement de la bulle spéculative en 1990, la crise bancaire s'est incrustée depuis 1992 sans donner signe de se terminer. Pour résoudre une crise bancaire générale, il faut à la fois mener des politiques macro-économiques agressives pour combattre la

récession et conduire des restructurations énergiques pour éliminer les créances douteuses et rétablir la rentabilité des banques. Au Japon les actions macro-économiques ont été de faible efficacité et la politique bancaire s'est enlisée.

La faible efficacité des actions macro-économiques

Un rapprochement entre les traitements macro-économiques des crises financières aux Etats-Unis à partir de 1989 et au Japon à partir de 1991 est éloquent. On y trouve des éléments communs : des politiques budgétaires apparemment expansionnistes, des politiques monétaires entraînant des courbes de taux pentues. Mais les résultats ont été fort différents. Alors que les Etats-Unis sortaient très vite de la récession à la mi-1991, le Japon s'enfonçait dans un marasme prolongé et accompagné d'une disparition totale de l'inflation. Il a fallu attendre le printemps 1996 pour observer une vive reprise qui s'est d'ailleurs rapidement ralentie avec le recul de l'investissement public. Cela traduisait une volonté de consolidation budgétaire après des années de plans de relance successifs.

La longue période de marasme témoigne qu'il ne s'agissait pas d'une récession ordinaire. Les structures de l'économie n'ont pas répondu aux stimulants habituels de la politique économique qui ont pourtant été d'une ampleur respectable. Cependant l'assouplissement de la politique monétaire a été trop tardif. Fin 1994 le taux d'intérêt du crédit était encore de 3 % à court terme et 5 % à long terme, alors que le PIB nominal ne progressait que de 0,5 % et le crédit bancaire était complètement plat. Il a fallu attendre l'année 1995 pour assister à une diminution du taux d'escompte jusqu'à 0,5 %. Cela finit par faire baisser les taux du crédit à 1,6 et 2,6 % respectivement. Le Japon devint le pays avec les taux d'intérêt les plus bas du monde. On peut donc soutenir que la crise bancaire était trop grave pour éviter une récession. Néanmoins les politiques de soutien ont prévenu la spirale de la dépression et de la déflation.

Cependant l'ampleur des plans de relance budgétaire a été moindre que les montants annoncés ne le laissaient croire. Pas moins de six plans de relance se sont succédé entre août 1992 et septembre 1995 ! Tous annonçaient des montants de dépenses publiques de 6 000 à 14 000 milliards de yens ; soit un montant cumulé de 66 000 milliards. Le solde budgétaire de l'ensemble des administrations publiques est d'ailleurs passé d'un excédent de 3 % du PIB en 1991 à un déficit de 4 % en 1995.

Mais les dépenses actives ont été bien inférieures aux montants totaux annoncés. Car les plans reprenaient des dépenses déjà comptées dans les plans précédents ou déjà prévues dans le budget général annuel. Finalement les injections réelles de monnaie supplémentaire

n'ont pas dépassé 30 000 milliards sur le montant apparent de 66 000. Surtout les méandres de la machine administrative japonaise sont d'une redoutable inefficacité. Ils ralentissent l'exécution des programmes. Ils égarent les dépenses dans des achats de terrain et des aides à des groupements d'intérêts locaux sans incidences sur l'activité économique. C'est un trait caractéristique des structures lourdement réglementées et enserrées dans des réseaux d'intérêts peu propices à des changements rapides. Le clientélisme entraîne le saupoudrage budgétaire qui amortit sensiblement l'effet multiplicateur. Au contraire, une concentration de la dépense nette sur des allègements d'impôts aux ménages couvrant toute la population aurait sans doute pu réanimer la consommation plus vite que cela s'est produit.

Le cours du yen par rapport au dollar est un facteur décisif pour l'activité économique. C'est aussi un enjeu de rivalités nippo-américaines. Certes à long terme le yen est sur une tendance d'appréciation réelle qui est liée à deux éléments structurels. C'est d'un côté l'excès d'épargne sur l'investissement intérieur que la crise financière a accentué. C'est d'un autre côté la distorsion des évolutions de prix relatifs entre l'industrie très performante et les autres secteurs grevés par le manque de concurrence. Sur cette tendance de fond, il existe des fluctuations de grande ampleur. Elles dépendent de la désynchronisation des cycles entre les Etats-Unis et le Japon. Elles sont également sensibles à la variation des taux d'intérêt américains qui rendent les actifs plus ou moins attractifs pour l'épargne japonaise.

D'avril 1992 à avril 1995 le yen subit une appréciation énorme, passant de 130 à 80 yens pour un dollar. Cette appréciation a contrecarré les efforts de stimulation budgétaire. Des conséquences néfastes en ont résulté pour l'économie japonaise. Les grandes entreprises ont délocalisé leur production à l'étranger plutôt que d'investir au Japon. Cela a induit plus d'importations et moins de commandes pour les PME sous-traitantes. L'appréciation du yen a également réduit fortement les profits et induit une pression déflationniste dans toute l'industrie. Les prix de gros ont baissé de 20 % de 1992 à 1995. Enfin les banques prêteuses nettes en devises ont subi une dépréciation de leurs avoirs non compensée par des dettes équivalentes ; ce qui a contrecarré leur assainissement financier.

Le mouvement de balancier entre la dépense publique et l'évolution du yen s'est inversé en 1996. D'avril 1995 à avril 1997, le yen s'est déprécié de 80 à 125 yens pour un dollar. La consolidation budgétaire a réduit brusquement l'investissement public. Mais le commerce extérieur est redevenu très dynamique. Cela a entraîné la reprise de l'investissement, de l'emploi et des salaires réels. Aussi la consommation a-t-elle augmenté de 4,5 % en 1996.

La poursuite de la consolidation budgétaire en 1997 implique pour éviter un ralentissement intempestif, qui n'améliorerait pas les affaires du secteur bancaire, que le yen demeure dans la plage 110-120 pour un dollar. Il faut donc que la politique monétaire continue à être très accommodante avec un taux d'escompte maintenu à 0,5 % tant que la reprise économique n'a pas confirmé sa robustesse.

Ayant enfin pris la mesure des problèmes depuis 1995, la politique monétaire a poursuivi un quadruple objectif :

- soutenir l'activité économique en fixant le taux d'escompte à un niveau quasi-nul ;
- stabiliser le yen par des interventions sur les changes en deçà de 105 ;
- aider le secteur bancaire par une courbe de taux destinée à augmenter la marge bénéficiaire des banques ;
- soutenir la bourse en provoquant une baisse des taux longs.

La banque centrale a pu piloter la baisse des taux longs et accompagner la dépréciation du yen à partir de 1995. Mais la poursuite de l'effondrement des prix immobiliers a continué à gonfler le montant des créances irrécouvrables ou douteuses. Comme le crédit nouveau a cessé de progresser en 1995, le profit bancaire global ne s'est pas redressé malgré la structure favorable des taux d'intérêt. Cela illustre l'insuffisance de la politique macro-économique pour résoudre les problèmes bancaires.

121

L'enlisement de la politique bancaire

La dégradation des bilans bancaires n'a été admise que fort tard par les autorités. Il a fallu attendre la fin de l'année 1994 pour que le gouverneur de la Banque du Japon Miéno annonce que le système financier dans son ensemble était mal en point. En mars 1995, son successeur Matsushita justifia de mettre en place un plan de sauvetage pour sauver deux coopératives de crédit. Une banque nouvelle, la Tokyo Kyodo Bank, devait reprendre leurs actifs et leurs passifs pour les liquider sans léser les créanciers. La nouveauté était que ce plan engageait des fonds publics. L'année 1995 fut d'ailleurs critique avec l'annonce des pertes de la banque Sumitomo, puis le scandale de la banque Daiwa à New York en septembre et enfin l'annonce du plan de sauvetage des Jusen en décembre.

La controverse sur l'utilisation des fonds publics était d'autant plus virulente qu'elle reflète la prise de conscience d'un phénomène jugé jusqu'alors impensable : le fiasco à grande échelle d'un système bancaire étroitement surveillé. Dresser cet état de carence, c'était désigner la responsabilité du Ministère des Finances et de son tout-puissant Banking Bureau dans le pourrissement de la crise. L'opacité organisée par le

Ministère des Finances avait fini par se retourner contre lui. Un voile se levait sur l'étendue des malversations : manipulations des maisons de titres en faveur des clients privilégiés, collusions entre superviseurs et supervisés, corruption à grande échelle, relations ramifiées entre la finance et la mafia. Ces pratiques ne pouvaient que dresser l'opinion contre l'utilisation des fonds publics pour venir au secours des organismes financiers.

Pourtant les solutions éprouvées, qui fonctionnaient bien lorsque les difficultés financières étaient ponctuelles et peu fréquentes, n'ont plus marché lorsque les créances irrécouvrables se sont multipliées. Ces solutions éprouvées étaient les sauvetages par fusion. On restructurait les établissements à problèmes en organisant les reprises d'actifs et les absorptions au sein des groupes financiers avec la vigilante sollicitude du Banking Bureau. Cette méthode fut débordée en 1994 à cause de la fréquence des cas d'insolvabilité et la réticence des établissements plus robustes à prendre en charge les problèmes des établissements plus fragiles. Il a fallu créer des structures ad hoc de cantonnement pour prendre en charge les actifs des établissements défailants et tenter de les liquider.

En plus des longs délais de prise de conscience et de maturation des problèmes selon la méthode japonaise de recherche du compromis, une autre cause du pourrissement de la crise a été l'insuffisance du provisionnement. Elle vient en partie des attitudes de secret des agents financiers, en partie des réticences de l'administration fiscale. Celle-ci rechigne à reconnaître l'imputation de charges sur créances douteuses avant qu'elles soient déclarées irrécouvrables. Car elle ne veut pas perdre des recettes sur le pourcentage de provisions déductibles.

Dès lors que l'engagement de fonds publics est exclu, la structure de cantonnement, sous forme d'une société coopérative des achats de créances, impute le coût de partage des créances douteuses au système bancaire lui-même. Les banques cèdent des créances immobilières à la société de cantonnement avec une décote, la moins value de cession étant déductible fiscalement. Ces créances sont remplacées par des créances sur la société coopérative que les banques ne sont pas tenues de provisionner. Mais que valent-elles lorsque le portefeuille de la société se dégrade avec le marché immobilier ? En réalité la mise hors bilan des engagements initiaux, à laquelle se réduit cet expédient, ne convient qu'aux grandes banques qui ont la capacité d'enregistrer des pertes. Les city banks ont pu organiser la dévalorisation de 8 000 milliards de yens de créances à pertes définitives probables sur 18 000 estimées. Mais cela n'a en aucun cas réanimé le marché immobilier, surtout le commercial qui a baissé de 20 % en 1993-1995 après 40 % en 1991-1992.

La controverse sur l'engagement des fonds publics révèle fondamen-

talement l'ébranlement de la confiance du public dans le système financier japonais. Les grandes banques ont absorbé leurs créances douteuses. Mais la socialisation des pertes concerne les *jusen*, les coopératives d'épargne, les petites banques régionales. Face à l'hostilité de l'opinion publique, les autorités n'ont jamais clairement montré que la stabilité du système financier était un bien commun et que le plan *Jusen* en était le moyen. C'est la transparence des actions publiques qui fait défaut.

La perte de confiance a gagné l'opinion de la communauté financière internationale. Le *Japan Premium* est apparu à la mi-1995. Prime payée par les institutions financières japonaises sur le coût de leur financement international, le *Japan Premium* reflète un risque perçu par les marchés de capitaux sur le système financier japonais considéré globalement. Les éléments constitutifs de cette prime paraissent avoir été disparates. On a pu citer l'incertitude sur le montant des créances douteuses, l'hostilité de la population japonaise à l'usage de fonds publics pour résoudre la crise, la menace de déflation, l'inquiétude devant les pratiques frauduleuses du type *Daiwa*.

A la fin août 1995, la prime n'était pas très élevée (10 points de base sur le dollar). Mais le surcoût portait sur des montants d'emprunts très importants. L'affaire *Daiwa* a fait sauter la prime à 25 points de base. Elle culmina à 100 points de base en octobre pour retomber à 25 points de base en décembre. La reprise économique de 1996 l'a fait refluer à 10 points de base. La pointe révèle peut-être une prime de liquidité à une époque de besoin aigu ou la crainte que la plongée de la bourse au premier semestre 1995 ne balaye les plus-values latentes et ne provoque une crise systémique.

Malgré la reprise et la consolidation de la situation des *City Banks*, le montant accumulé des créances douteuses, des créances improductives et des prêts rééchelonnés à taux abaissé en dessous du taux d'escompte, a atteint 8 % du PIB en 1996 pour l'ensemble du système financier. Grâce aux plus-values réalisées sur le portefeuille obligataire du fait de la baisse des taux à long terme et grâce à la réalisation de plus-values latentes, les banques ont pu provisionner. Néanmoins le montant total des créances douteuses des banques, qui était évalué à 38 000 milliards de yens en septembre 1995, était encore de 34 700 milliards fin 1996.

La concomitance du redressement bancaire à venir et de l'accélération de la réforme financière décidée par le gouvernement rend peu probable la poursuite des errements passés. La résolution de la crise devra passer par des mesures beaucoup plus énergiques pour résorber les créances irrécouvrables, mais aussi pour imposer au système financier des normes de rentabilité conformes aux standards internationaux.

Les transformations du système financier japonais

La réforme du système financier japonais a les traits de la malédiction de Sisyphe. Toujours entreprise, toujours recommencée, elle bute sur des contradictions apparemment insurmontables. Car cette réforme prétend concilier l'inconciliable : les modes de régulation du capitalisme japonais avec un système financier ouvert et concurrentiel. Pourtant ces caractéristiques s'opposent du tout au tout : la communauté des intérêts entremêlés et la transparence de marché ; la permanence à long terme des groupes de contrôle et la gouvernance d'entreprise par la capitalisation évaluée sur le marché ; la recherche de l'expansion de la taille des bilans et celle du rendement maximal des fonds propres ; les restructurations par réaménagements concertés au sein des groupes de contrôle et les restructurations par faillite et vente publique d'actifs. On pourrait contraster les deux logiques jusque dans les détails.

La finance n'est pas un secteur de l'économie parmi d'autres. C'est le centre nerveux de la régulation macro-économique et de l'allocation du capital. On ne peut pas passer d'un système qui emprisonne l'épargne à un système de liberté des utilisations de l'épargne sans transformer radicalement les comportements et les contraintes, tant pour les agents privés que pour le ministère des finances.

124

Jusqu'ici les mesures de libéralisation ont été fragmentaires et dépourvues de cohérence globale sur le but à atteindre. Chaque avancée a été contrecarrée ou détournée par une foison de nouvelles réglementations d'application. On a d'abord cherché à faire des réformes de marché sans modifier les structures financières elles-mêmes. Or, sans concurrence entre les institutions financières, les réformes de marché n'ont qu'une portée fort limitée. Tirant les leçons de cet échec, le pouvoir politique a cherché à déssegmenter les activités financières elles-mêmes par la loi de 1992. Non seulement la méthode choisie était timide, mais le ministère des finances conservait une grande marge d'appréciation. Cela a permis un maquis de règlements d'application qui ont restreint les domaines de concurrence par rapport aux virtualités de la loi et qui ont donné des délais d'adaptation extrêmement longs. Une fois de plus le flambeau de la réforme a été repris par le premier ministre Hashimoto en 1996. Il a promis une ouverture financière complète et a parlé de « big-bang » pour tenter de dissiper le scepticisme des étrangers. Il est vrai que pour la première fois le gouvernement a assorti ses intentions d'un calendrier exigeant.

Il n'en demeure pas moins que l'ouverture financière implique une amélioration radicale de la rentabilité des institutions financières japonaises. Cela ne peut aller sans une diminution drastique des surcapacités d'un système qui s'est développé selon une tout autre logique. Cette restructuration devra se faire dans les pires conditions possibles, celles

de la crise non résorbée des créances insolvables. Il y a donc un enjeu énorme de politique prudentielle qui n'est guère abordé dans l'état actuel de la présentation du « big-bang ». Il va falloir persuader l'opinion publique que le traitement de la crise doit être énergique et doit engager des fonds publics. Il va falloir convaincre que cela est devenu légitime parce que le système financier qui sortira de la crise sera plus transparent et plus efficace.

Les réformes de marché dans les années quatre vingt

Machine à financer sans risques des taux d'investissement très élevés avec des effets de levier insolites, le système financier japonais s'est trouvé en porte à faux dans les crises internationales des années soixante dix. La diminution de moitié du taux de croissance a provoqué une baisse du taux d'investissement beaucoup plus forte que celle du taux d'épargne. Le Japon s'est trouvé devant un excès d'épargne sur ses utilisations internes qui impliquait une ouverture de la balance des capitaux, sous peine de rendre impossible le contrôle monétaire ou d'assister à une véritable explosion du yen. Ensuite la stimulation budgétaire pour soutenir la croissance a entraîné des émissions de dette que le marché obligataire rudimentaire n'absorbait pas, forçant les banques à acheter de grandes quantités de titres sans pouvoir les négocier sur un marché secondaire inexistant. Enfin ces mêmes banques ont vu s'amenuiser le crédit aux entreprises. Dans leurs conditions d'exploitation, où le profit dépendait du rythme d'expansion des bilans, la hausse des coûts unitaires d'exploitation laissait déjà présager des problèmes de surcapacités.

125

La participation du Japon au recyclage mondial des capitaux semblait être la réponse appropriée à ce changement de régime. Elle rencontrait la demande pressante des Américains pour que le Japon assouplisse son contrôle de change. Trois initiatives furent prises : la révision de la loi sur les opérations de change en 1980, l'établissement d'une nouvelle loi bancaire en 1981, la signature d'un accord nippo-américain sous l'égide du comité « yen-dollar » en 1984.

La révision du contrôle des changes en 1980 fut presque un coup d'épée dans l'eau. Elle ouvrait bien en droit le compte capital de la balance des paiements. Mais en fait les restrictions étaient nombreuses. Notamment les marchés à terme étaient strictement limités à la couverture des transactions réelles. Quant aux opérations internationales des institutions financières, elles demeuraient contrôlées.

La loi bancaire de 1981 précisait l'étendue des pouvoirs du Ministère des Finances et délimitait les domaines d'activités des banques. Le négoce des titres publics était toléré via des filiales spécialisées. Cela déclencha une rivalité entre les banques et les maisons de titres qui retarda l'application de cet aspect de la loi jusqu'en 1985.

Signé en 1984 sous pression américaine, l'accord yen-dollar fut la première tentative sérieuse de déréglementation. Il permettait l'accès des emprunteurs internationaux à l'épargne japonaise, il autorisait les institutions financières internationales à intervenir au Japon, il déréglementait les taux d'intérêt de marché. Le marché monétaire fut modernisé par la libéralisation des taux d'intérêt créditeurs, l'introduction d'instruments interbancaires et l'élargissement des échéances de bons du Trésor. L'internationalisation du yen fut stimulée par l'abrogation de la limitation des opérations à terme à la seule couverture du commerce extérieur. Les euro-marchés furent déréglementés, un marché offshore japonais fut créé en 1986 et un marché des instruments à terme à Tokyo en 1988. Enfin, les institutions financières étrangères furent autorisées à certaines opérations de courtage sur titres publics et de gestion de patrimoine via des filiales spécialisées.

Cependant la concurrence demeurait strictement réglementée. La tarification des services financiers était fixée administrativement. La gestion des fonds de pension était fermée aux étrangers. Les placements des investisseurs institutionnels japonais étaient largement prédéterminés par des proportions de bilan à respecter. Les comportements de cartel demeuraient inaltérés et le Ministère des finances pouvait intervenir à sa guise dans la réglementation.

126

La loi de 1992 et les réorganisations dans le système financier

Les réformes des années quatre vingt avaient laissé intacte la segmentation extrême de la finance japonaise. Cela handicapait la compétitivité internationale des institutions financières et interdisait à la place de Tokyo de jouer le rôle qui devrait être à la hauteur de l'épargne japonaise. Le décloisonnement des structures financières était donc l'enjeu d'une réforme en profondeur. Il fallut cinq longues années de tergiversations et d'âpres débats, où les intérêts corporatistes se défendaient pied à pied, pour aboutir à une loi qui devait établir le nouveau modèle d'organisation. Cette loi fut adoptée par la Diète en juin 1992 et mise en application en avril 1993.

Contrairement à l'approche « au fil de l'eau » des années quatre vingt, la préparation de la loi fut précédée d'une longue méditation par le comité chargé de la réforme sur les principes structurants du système financier. Trois modèles-type de décloisonnement furent discutés : le modèle européen de la banque universelle, le modèle américain de la holding, le modèle canadien de l'entrée réciproque par la voie des filiales spécialisées. Le dernier schéma fut adopté comme étant celui qui perturbait le moins les habitudes, les structures antérieures et les règles existantes.

Les banques et les maisons de titres sont réciproquement autorisées à

faire des opérations relevant du domaine de l'autre catégorie en créant des filiales. Cependant la création des filiales est restée soumise à l'acceptation du Ministère des Finances. Des restrictions ont été introduites pour ne pas mettre en péril la survie d'institutions financières non bancaires. D'ailleurs les demandes de création de filiales ont été peu nombreuses. Il faut, en effet, être capable d'investir dans la capitalisation des filiales et dans l'apprentissage ou l'acquisition des compétences nécessaires pour exercer les activités nouvelles. Seules les six plus grandes banques, adossées à des Keiretsu, ont pu exploiter systématiquement les opportunités de la loi de 1992. Quatre autres city banks se sont orientées vers des niches spécialisées. Enfin la loi elle-même a prévu de limiter le nombre total de filiales qu'il est possible de créer et de détenir.

Il a fallu attendre mai 1995 pour étendre aux assurances le principe de croisement des activités. Cette dernière avancée n'a pu se réaliser que sous la pression intense des Etats-Unis. Mais la concurrence entre les banques et les assurances demeure inexistante sur les marchés des produits d'épargne individuelle. Car il est toujours interdit aux banques de vendre au guichet ou par l'intermédiaire de leurs filiales-vie des produits d'assurance et de rente. Un autre verrou est maintenu avec la persistance de l'administration des prix, tout en prévoyant une libéralisation partielle et très progressive.

Dans la lignée des aménagements et extensions de la loi-cadre de 1992, quelques mesures ont été prises en 1995. Elles sont conformes à la démarche des petits pas, épousent le rythme d'adaptation des acteurs et tiennent compte de l'état dégradé des situations financières. Les réformes ne sont donc pas du tout conçues comme une méthode pour résoudre la crise. Elles sont entreprises avec précaution en dépit de la crise. La limite du nombre de filiales détenues par une même maison-mère a été levée. Les grandes institutions peuvent donc mettre en oeuvre dorénavant une stratégie de développement sur l'ensemble des métiers de la finance. A l'intérieur du système bancaire, les séparations d'activités de prêts et placements entre différentes catégories de banques ont été atténuées. Enfin le marché des fonds de pension publics, dit du Nempuku, a été ouvert à la concurrence de l'ensemble des institutions financières, au lieu d'être réservé aux seuls assureurs-vie.

Si l'objectif avoué de ces réformes est d'améliorer la compétitivité des intermédiaires financiers japonais, force est d'avouer que le but est très loin d'être atteint. En 1995 la rentabilité des banques japonaises était l'une des plus faibles du monde, au niveau de celle des banques françaises. Le return on equity était de 2 à 4 % contre 20 à 30 % pour les banques anglo-saxonnes. Malgré les perspectives de la loi-cadre, les commissions ne faisaient que 16 % du produit net bancaire, contre plus de 50 %

pour les banques anglo-saxonnes ou helvétiques. La difficulté à bénéficier de sources de profit sans impact au bilan se reflète dans le rating international qui a déclassé les banques japonaises après leur essor gigantesque des années quatre vingt.

Deux grandes forces ont cependant entraîné des réorganisations importantes dans le système financier. Ce sont la désintermédiation et la concentration.

La désintermédiation aboutit à affaiblir la communauté d'intérêts au sein des groupes financiers, l'un des piliers de la régulation financière japonaise. D'une part les grandes entreprises se sont désendettées après le surinvestissement des années 1986-1989. D'un autre côté, elles ont été actives directement sur les marchés internationaux, à la fois moins coûteux en crédit et plus rémunérateurs en placement que leurs relations bancaires. Les services bancaires, qui étaient jusqu'alors exclusifs, sont mis en concurrence. Toute la question est de savoir jusqu'où cet affaiblissement des relations privilégiées peut aller. On peut remarquer que pour l'heure les noyaux durs de participations croisées subsistent et que les relations informelles de direction stratégique des keiretsu ne dépendent guère des structures de capitalisation.

Parmi les grandes banques il est apparu un type de fusion offensive, très différent des fusions de sauvetage qui sont un moyen traditionnel d'absorber les pertes dans le système japonais. Dans ces fusions offensives, la concentration est recherchée entre des banques puissantes pour améliorer la compétitivité globale. Ce sont des fusions stratégiques dont l'exemple le plus récent et le plus spectaculaire est la fusion entre la Bank of Tokyo et la Mitsubishi Bank, réalisée en 1996. Une complémentarité a été recherchée, à la fois fonctionnelle et géographique. La Bank of Tokyo a apporté son expertise dans les opérations de change et son expérience sur les marchés financiers internationaux. La Mitsubishi Bank a fourni son implantation de succursales qui la met au premier plan dans la banque de détail auprès des particuliers et dans le crédit aux entreprises. Le groupe fusionné devient l'une des banques les plus puissantes du monde, capable de promouvoir un supermarché de services financiers.

Toutefois ces fusions entre banques très fortes ne résolvent pas les problèmes financiers japonais. Elles accentuent la tendance vers un système bancaire dual et vers un système financier affaibli par la perpétuation des pertes non réalisées et non absorbées.

Le big-bang et la refonte du contrôle prudentiel

La loi de 1992 a été révisée en 1995 pour donner une nouvelle impulsion à la libéralisation des marchés, toujours sous l'influence américaine. L'événement le plus important pour la promotion de la

place de Tokyo a été l'amorce de la libéralisation des primes de courtage sur les transactions de gros montants. En février 1996 étaient introduites la comptabilisation en valeur de marché et la séparation des opérations pour compte propre et des opérations pour compte de tiers dans les transactions de marché. Cela n'empêche pas la place de Tokyo de continuer à être atrophiee et peu compétitive par rapport aux grands centres financiers mondiaux. Après l'effondrement de la vague spéculative qui lui avait donné un développement artificiel, elle a perdu des parts de marché dans tous les segments d'activité. Ce coup d'arrêt est aussi celui de l'internationalisation du yen, qui aurait besoin de marchés financiers profonds où n'importe quel agent économique puisse échanger cette devise dans des conditions identiques.

Le projet de big-bang initié par le gouvernement en 1996 résulte de ce constat. Il s'agit de concevoir enfin dans une même perspective le développement des marchés et la restructuration des institutions financières. La déréglementation doit s'accélérer et respecter un calendrier ; ce qui est une nouveauté dans la pratique japonaise. Ce calendrier est censé s'achever à la fin 1998 !

Du point de vue de l'ouverture financière de la place de Tokyo, l'objectif est d'améliorer le rendement des actifs financiers face à la concurrence des marchés européens et américains. C'est aussi de rendre plus efficaces les services financiers associés à l'offre de capitaux du Japon vers le reste du monde. Ces deux conditions devront être satisfaites pour résorber le manque de liquidité en yens par rapport aux besoins potentiels du monde. Pour les réaliser le big-bang envisage la libération complète de l'entrée sur le marché, des commissions et de l'utilisation des produits dérivés. Il se propose d'introduire des règles transparentes pour faire fonctionner les marchés organisés. Il veut adapter les lois japonaises aux contrats internationaux et aux normes de la comptabilité en valeur de marché. Il se déclare pour une supervision de marché en coopération étroite avec la banque centrale. Mais tout cela n'est que déclaration d'intention qui laisse les étrangers sceptiques.

Du point de vue de la restructuration des institutions financières, la perspective minimale est de compléter les réformes engagées en 1993. Il faut pour cela garantir une concurrence équitable entre les filiales spécialisées et les acteurs déjà présents dans les marchés où elles entrent. Une démarche plus ambitieuse est de poursuivre le décloisonnement du système financier en autorisant la formation des holdings, forme d'organisation qui a été prohibée par la loi anti-monopole de 1949. Il s'agirait alors d'un changement de doctrine, contrairement à la loi de 1992. Un accord est intervenu entre les responsables des partis politiques formant la majorité de la Diète pour faire voter une loi qui réforme la réglementation anti-monopole. Le champ serait libre pour autoriser les holdings

financières à partir de janvier 1998. L'autorisation serait générale pour tous les acteurs de la finance, assurances comprises.

La raison de l'introduction des holdings, selon l'opinion exprimée au Ministère des Finances, est de donner une incitation à la concentration pour aider à éliminer les surcapacités et à digérer les créances douteuses. Dans la logique de la finance japonaise, préservée jusqu'ici, la survie des petites institutions était une raison de la segmentation. Mais, depuis la crise, les compagnies d'assurance-vie et les maisons de titres de portefeuille sont incapables de rétablir des situations de bilan saines et encore plus de fournir une rémunération compétitive des placements de l'épargne. La forme de la société holding permettra aux grandes institutions de racheter des réseaux de distribution, d'échanger des actifs, de rapprocher des lignes de produits bénéficiant d'effets de synergie. On espère même que de petites institutions pourraient s'unir entre métiers différents et que l'accroissement de leur taille les rendrait plus robustes.

Mais le développement des holdings et de la concurrence sur les marchés pose de manière aiguë le problème du contrôle prudentiel. Dans ce domaine les performances japonaises sont désastreuses. Or ce sont seulement des aménagements ambigus qui sont envisagés, pas une réforme radicale qui serait compatible avec le big-bang. Dans ce domaine aussi, et peut-être plus que tout autre puisqu'il touche directement au pouvoir du Ministère des Finances, les changements fragmentaires et échelonnés l'emportent sur une perspective globale. Les changements envisagés concernent un projet assez vague d'agence de contrôle du système financier qui regrouperait les anciens services du Ministère des Finances en un organisme dont le degré de dépendance vis à vis du pouvoir politique demeure dans l'ombre. De son côté, le statut de la Banque du Japon serait réformé, sans que l'on sache comment ses prérogatives en matière de supervision financière coexisteront avec ladite agence. Enfin, pour aller dans le sens prôné par les directives de Bâle sur la prépondérance du contrôle interne, les associations professionnelles seraient mobilisées, sans que l'on sache quelle sera la nature de leurs relations avec les autorités prudentielles publiques. Rien ne dit que ce dispositif soit capable de faire respecter des normes de solvabilité strictes et que l'aléa moral, qui a miné le système financier japonais, soit tenu en respect.

130

Conclusion : Ce qui est en jeu

Dans la période de haute croissance, la finance a été organisée au Japon de telle manière que le risque de crédit était structurellement éliminé ou digéré par des procédures occultes de conciliation d'intérêts dans les rares cas où il se réalisait. Corrélativement le coût de la liquidité n'était pas un souci pour les banques parce que les épargnants étaient

captifs. Un système financier libéralisé et inséré dans la concurrence mondiale a les caractéristiques exactement opposées. Le risque de crédit y est omniprésent et l'exigence des épargnants prépondérante. Le changement de logique financière implique une mutation des comportements micro-économiques. Une réforme financière réussie est celle qui fait advenir ces comportements sans provoquer de ruptures. Il est peu de dire que la réforme financière japonaise, véritable serpent de mer depuis près de vingt ans, n'a pas été un succès. En libéralisant les marchés par étapes tout en favorisant la poursuite des comportements passés, elle a provoqué l'explosion du crédit qui a mené à la crise financière générale.

La maîtrise du risque de crédit par les établissements eux-mêmes est donc l'enjeu décisif. Il faut sortir de l'habitude consistant à faire dépendre les crédits des actifs donnés en garantie, dont la stabilité des prix ne peut plus en aucun cas être tenue pour acquise. Il faut faire reposer le crédit sur l'analyse de la qualité intrinsèque des débiteurs. Il faut le tarifier convenablement par des primes significatives. Il faut introduire des marchés secondaires de créances pour déterminer correctement le prix du risque sur les marchés primaires. Il faut mettre en place des systèmes d'évaluation des portefeuilles à la valeur de marché pour tenir compte de la corrélation des risques. Il faut séparer les fonctions opérationnelles et les fonctions de contrôle au sein des firmes financières et développer des services d'audit interne indépendants. Bref, il faut établir le contrôle interne des risques dans les établissements financiers.

La réforme du dispositif prudentiel ne peut être efficace que si la révolution organisationnelle et le changement des mentalités sont poursuivis dans les institutions financières. Mais la transition est extrêmement dangereuse, parce qu'elle doit s'accomplir dans un système financier alourdi de surcapacités et grevé de créances irrécupérables. Il n'est pas possible d'améliorer sensiblement la rentabilité des fonds propres sans diminuer sérieusement la taille des bilans. C'est là que le contrôle prudentiel doit être extrêmement vigilant. Car cette restructuration ne peut être réalisée sans augmentation sensible des faillites. C'est donc le risque systémique qui va devenir un enjeu. Pour combattre le risque systémique, il ne faut pas disperser les responsabilités entre instances de supervision rivales. La Banque du Japon devrait être placée au centre du système financier, conformément à la proposition du groupe de travail sur la réforme du statut de la banque centrale en novembre 1996. La banque centrale devrait avoir la responsabilité de la supervision bancaire pour la mettre en conformité avec les recommandations du comité de Bâle. La répartition des compétences avec les organismes de tutelle des assurances et des maisons de titres devrait respecter les règles adoptées en avril 1997 par les organisations internationales de contrôle de ces différentes catégories d'institutions financières. La tradition japo-

naise, dominée par la toute-puissance du Ministère des Finances, devrait donc être abolie. Rien dans les arbitrages rendus récemment par le gouvernement japonais sur la réforme de l'administration ne va dans ce sens.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M., 1995, La Finance au Japon : changement des structures et adaptation des comportements, *Problèmes Economiques*, n° 2408, 25 janvier, La Documentation Française.
- Chevalier-Farat T., 1993, Vers une nouvelle concurrence des banques japonaises, *Revue d'Economie Financière*, n° 24.
- Clanet S., 1997, Banques japonaises : une sortie de crise longue et difficile, *Banque*, n° 538, juillet-août.
- Eichinger M., 1992, *Le système bancaire japonais*, Economica.
- Geoffron P. et Rubinstein M., 1996, La crise financière du modèle japonais, Economica.
- Guichard S., 1996, La crise du système bancaire japonais, *Economie Internationale*, n° 67, 3ème trimestre, p.3-29.
- Lacoste O., 1994, Japon : changer de modèle pour mieux rebondir ?, *Accélération*, n° 29, avril, p 1-4.
- Meyer C., 1996, *La puissance financière du Japon*, Economica.
- Osugi K., 1990, Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective, *BIS Economic Paper*, n° 26.
- Suzuki Y., 1992, *The Japanese financial System*, Clarendon Press.
- The Economist, 1997, A Whopping Explosion, *Survey of Japanese Finance*, 28 juin.