

LA LETTRE DU CEPII

CENTRE D'ETUDES PROSPECTIVES ET D' INFORMATIONS INTERNATIONALES

■ L'assainissement de l'économie japonaise

Après le ralentissement conjoncturel de 1986 (1), l'économie japonaise a été propulsée dans une phase de boom qui pourrait égaler en durée la plus fameuse période d'expansion économique de son histoire d'après-guerre : celle du boom "Izanagi" d'octobre 1965 à juillet 1970 (2).

Cette phase pourra-t-elle se poursuivre dans le contexte dépressif de la guerre du Golfe, alors même que le système financier nippon semble fragilisé par le krach boursier de l'année écoulée et le récent retournement du marché immobilier ? La réponse à cette question passe par la compréhension des mécanismes qui ont présidé à la double spéculation foncière et boursière ainsi que par la connaissance du degré d'engagement des différents agents économiques y ayant participé.

1

Le recentrage sur la demande interne favorise la spéculation...

Un des objectifs de la coopération internationale était de réduire les excédents courants du Japon et de recentrer sa croissance sur la demande domestique, l'appréciation du yen contribuant à rendre les produits japonais moins compétitifs. En accord avec cette politique, la Banque du Japon fit progressivement passer le taux d'escompte officiel de 5% au début de l'année 1986 à 2,5% en février 1987, niveau historiquement bas où il restera jusqu'à la fin mai 1989.

L'offre pléthorique de capitaux sur le marché japonais (*tableau 1*), amplifiée par la politique monétaire volontairement laxiste des autorités japonaises eut deux conséquences opposées : l'une positive - l'investissement massif des entreprises, et l'autre négative - la spéculation.

TABLEAU 1 Equilibre épargne/investissement au Japon

En % du PNB	1981	1986	1989
Solde budgétaire*	-3,8	-0,9	+2,8
Epargne privée nette**	+4,1	+5,3	-0,5
Balance courante***	+0,4	+4,3	+2,0

* Gouvernement central et régional,

** Epargne brute des entreprises et ménages - investissements bruts des entreprises et ménages.

*** La balance courante n'est pas strictement égale à la somme du solde budgétaire et de l'épargne privée nette (légères différences de nomenclatures des séries statistiques, arrondis...).

Source : FMI

Le rythme de croissance de l'investissement productif s'accéléra de 8,6% en 1987 à 16,6% en 1988, en maintenant une progression à deux chiffres par la suite (14,1% en 1989 et environ 12% en 1990) (3). C'est dans le secteur manufacturier que l'effort le plus intense est observé, afin de compenser la montée du yen : d'après les enquêtes de l'Economic Planning Agency, l'accroissement des investissements en usines et machines serait de 31,5% en 1988, 21,9% en 1989 et environ 18% prévus pour l'année fiscale 1990.

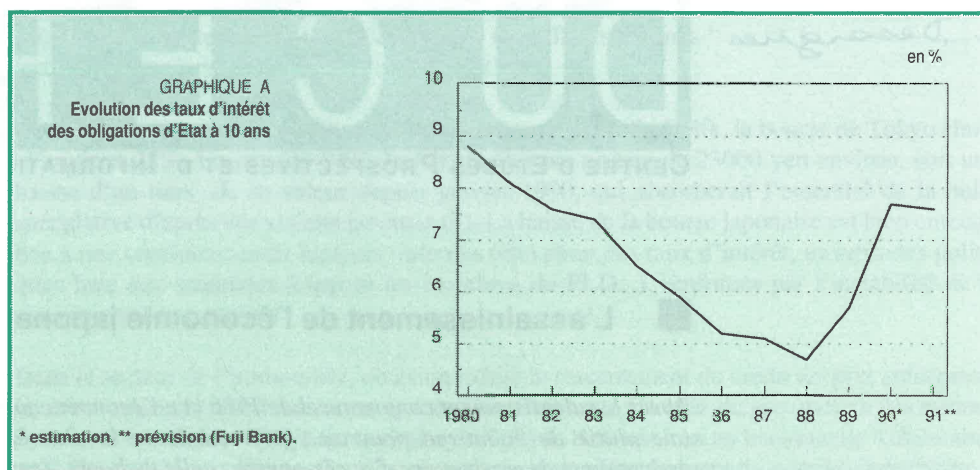
Néanmoins, l'abondante épargne japonaise n'a pas seulement contribué à des opérations de rationalisation, de rénovation et même d'extension des capacités productives ou à alimenter

(1) Voir *Lettre du CEPII*, numéro 62, mars 1987.

(2) Le boom actuel est le dixième depuis la fin de la guerre.

(3) 11,8% selon l'EPA pour l'année fiscale 1990.

les placements à l'étranger ; une partie s'est ruée vers les marchés boursiers et immobiliers à cause de la faiblesse des rémunérations des placements financiers au Japon (*graphique A*).



Source : Banque du Japon et Fuji Bank.

D'importance mineure jusqu'au milieu des années quatre-vingts, la bourse japonaise s'est ensuite rapidement développée. La valeur des transactions journalières a augmenté avec régularité (de 156 milliards de yen en 1986 à 326 milliards en 1989) alors que l'évolution des cours suivait une trajectoire heurtée en alternant des phases de croissance modérée (13,6% en 1985, 15,3% en 1987) ou rapide (42,6% en 1986, 39,9% en 1988 et 29% environ en 1989). Les PER (4) s'envolèrent, passant de 35,2 en 1985 à 47,3 en 1986, pour culminer à 70,6 en décembre 1989.

Le fort décalage entre les PER nippons et ceux des autres places boursières (situés entre 10 et 15) alarmèrent les analystes financiers, peut-être en partie à tort. En effet, il faut tenir compte, d'une part, de l'effet appréciateur des participations croisées qui immobilisent de deux-tiers à trois-quarts des titres émis ; d'autre part, du mode de calcul japonais des amortissements qui tend à sous-estimer les actifs des sociétés. En rapportant le cours des actions aux actifs des sociétés (ratio Q) (5), on obtient des ratios nettement en-dessous de 1, ce qui ne plaide pas en faveur d'une importante bulle spéculative. D'après des calculs d'experts financiers (6), le niveau des PER japonais n'était surévalué que d'un facteur 2 en 1988 et non 4 à 6 comme l'indiquaient les PER non corrigés.

Si la vive progression des PER a permis aux investisseurs japonais de réaliser des gains de capitaux importants, le secteur de l'immobilier fut également très attractif. Avant même la mise en place d'une politique de taux d'intérêt très bas, l'ascension des prix du marché immobilier démarra. Les terrains commerciaux des 6 plus grandes villes japonaises furent les premiers touchés : + 28% de mars 1985 à mars 1986, 33,8% l'année suivante, 41,8% en 1988, la hausse n'étant plus que de 25,1% en 1989. Les terrains à usage résidentiel et industriel suivirent pendant la période 1986-1987 pour atteindre en 1989 environ trois fois leur niveau de 1980. Cet emballement des prix des terrains est limité aux grandes villes, puisque ceux-ci n'ont cru que de 66% environ entre 1980 et 1989 pour l'ensemble du pays. C'est toutefois un facteur suffisamment déstabilisant socialement pour qu'une réforme de la taxation foncière visant à la baisse des prix immobiliers soit à l'étude.

2

... mais cette spéculation
est d'une portée limitée

Parmi les grands investisseurs auprès de la bourse de Tokyo, on trouve les sociétés financières, notamment les investisseurs institutionnels du secteur "assurances", viennent ensuite les entreprises industrielles et les ménages, à hauteur d'environ 1/5 des investissements. Les ménages jouent par conséquent un rôle direct beaucoup plus faible qu'aux Etats-Unis, où ils représentent plus de la moitié des placements en actions.

La part modeste occupée par les titres dans la structure des actifs financiers des ménages japonais (2,3% du total des actifs en fin d'année fiscale 1989) confirme cette observation, les

(4) L'indicateur "Price Earning Ratio" mesure le niveau du cours de l'action relativement aux profits.

(5) Ratio Q de Tobin : prix de l'action/actifs nets par action.

(6) Experts du Japan Securities Research Institute, groupe de recherche sur le niveau de prix des actions.

dépôts à terme (53,9% des actifs) et les assurances et fonds de pensions (33%) constituant les piliers de cette épargne. La prudence vis-à-vis des titres a même eu tendance à s'accroître entre 1985 et 1989 (7,7% des actifs financiers en début de période).

Lorsqu'on observe l'évolution des moyens de financement externes des grandes entreprises, on constate que le recours à l'emprunt bancaire était de loin le moyen le plus usité entre 1970 et 1974 (80,8% du financement externe), les augmentations de capital (9,8%) jouant un rôle relativement modeste. La période 1980-1984 offre un violent contraste puisque les grandes compagnies recourent plus fortement aux augmentations de capital (50% du financement externe) qu'aux emprunts (19,7%). Sur la période 1985-1989, on note un certain rééquilibrage des moyens employés : l'emprunt bancaire remonte au niveau de 22% environ, alors que les augmentations de capital n'entrent plus que pour 1/3 environ des financements externes, la progression la plus notable enregistrée est celle des obligations (10% des financements entre 1970 et 1974, 44,9% durant la période 1985-1989).

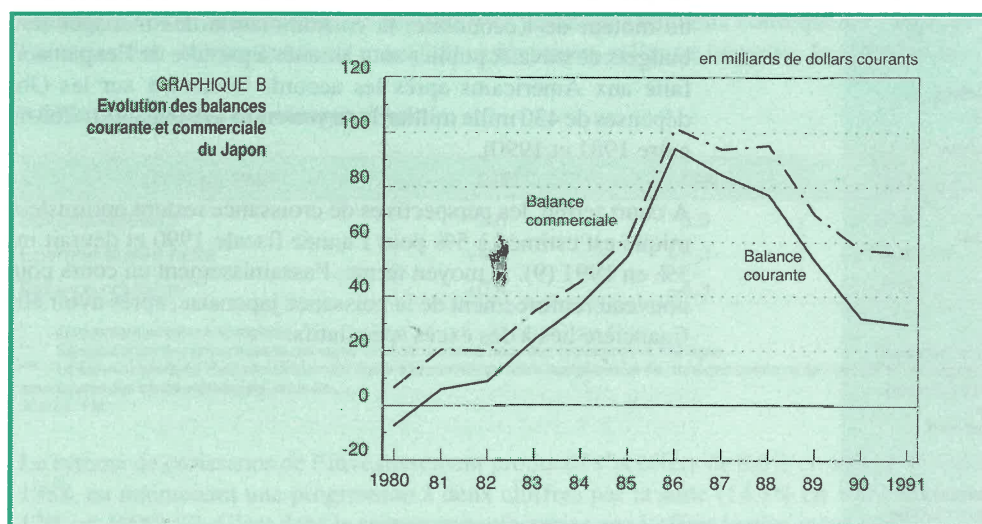
Si les biens fonciers représentaient plus de 50% des actifs des ménages japonais fin 1988, les possibilités de spéculer ont été fortement limitées par le très faible nombre de transactions réalisables sur les terrains à usage résidentiel, transactions par ailleurs beaucoup plus fortement taxées que dans le cas de terrains agricoles ou industriels. Pour les entreprises, la valorisation de leurs actifs immobiliers a surtout permis d'obtenir des prêts servant encore à alimenter la spéculation boursière et foncière.

Les banques ont augmenté progressivement leurs prêts au secteur de l'industrie immobilière: ceux-ci passent de 7,2% en mars 1985 à 10,3% en 1987 et 11,1% en 1989. La part du secteur foncier est donc restée marginale de façon directe, mais d'après la banque du Japon, près d'un quart des prêts bancaires serait garanti par des biens fonciers.

3

L'excédent courant s'est amenuisé...

Sur le plan conjoncturel, la croissance très rapide de l'investissement et la montée du yen par rapport au dollar ont suscité une diminution de l'excédent extérieur du Japon (*graphique B*). La balance commerciale s'est dégradée, et la balance courante a subi un recul encore plus marqué puisque son excédent est tombé de 94 à 32 milliards de dollars entre 1986 et 1990. Un tel résultat est conforme aux objectifs de la coopération dans le cadre du G7.



Source : Bank of Japan, estimations et prévisions officielles (1990-1991).

L'économie japonaise a ainsi apporté sa part au rééquilibrage des échanges internationaux, la baisse de l'épargne privée nette ayant plus que compensé la hausse de l'excédent budgétaire. Néanmoins, ce mouvement a aussi contribué à accentuer les tensions financières internationales dans la mesure où l'un des principaux gisements mondiaux d'épargne nette s'est affaibli. A l'intérieur de l'économie, ce sont les tensions réelles qui ont provoqué un changement de politique monétaire.

... avant que la remontée des taux d'intérêt permette un assainissement

Inquiète de l'augmentation de l'agrégat monétaire (M2 + CD) qui a progressé de 9,2% en 1986 à 11,1% en avril 1989 et de l'élévation de l'indice des prix à la consommation, la Banque du Japon a décidé de resserrer sa politique monétaire : de mai 1989 à août 1990, on observe cinq relèvements successifs du taux d'escompte. Par ailleurs un encadrement du crédit plus strict est en vigueur à partir du premier semestre 1990.

Les résultats ne se font pas attendre : avant même la crise du Golfe, la bourse de Tokyo chute d'environ 28%. En janvier 1991, le Nikkei était au niveau de 23000 yen environ, soit une baisse d'un tiers de sa valeur depuis janvier 1990, qui absorberait l'essentiel de la bulle spéculative d'après des experts japonais (7). La baisse de la bourse japonaise est bien entendu liée à une combinaison de facteurs internes (élévation des taux d'intérêt, incertitudes politiques face aux scandales frappant les membres du PLD...), renforcés par l'instabilité de la situation internationale.

Dans le secteur de l'immobilier, où avant même le resserrement du crédit les prix amorçaient un mouvement de stabilisation, on assiste à une baisse de 5 à 10% du prix moyen des terrains entre août et octobre 1990 dans le centre de Tokyo, 10% environ en banlieue de Tokyo ainsi qu'à Osaka, Kobe et Kyoto. Ce n'est en aucun cas un effondrement du marché immobilier.

Si les résultats des entreprises et notamment des banques japonaises sont en retrait durant le premier semestre fiscal 1990 (avril 90-octobre 1990), les résultats sont loin d'être catastrophiques. Les résultats nets (après impôts) des grandes banques (City banks), des Trusts banks et des banques régionales sont en baisse d'environ 30% par rapport à 1989 et 20% dans le cas des banques de crédit à long terme ; les City banks n'en ont pas moins engrangé 3,5 milliards de dollars au cours de ce semestre et dans leur ensemble leur marge d'intermédiation devrait se rétablir (8). Dans l'industrie, la majorité des entreprises de l'automobile et de l'électronique continue à obtenir des profits élevés.

Simultanément, la hausse du taux d'intérêt contribue au freinage de l'investissement, à un moment où l'incertitude planant sur la guerre du Golfe poussait à une attitude attentiste. L'enquête menée par la Banque Industrielle du Japon en août 90, montre la nette inflexion des projets d'investissements dans le secteur manufacturier (- 4,3% en 1991 contre + 16% en 1990).

Néanmoins, le ralentissement de l'investissement productif ne devrait pas entraîner une panne de moteur de l'économie, la consommation des ménages devrait rester vigoureuse et les budgets de travaux publics sont amenés à prendre de l'expansion pour répondre à la promesse faite aux Américains après les accords bilatéraux sur les Obstacles Structurels ; soit des dépenses de 430 mille milliards de yen entre 1991 et 2000 (263 mille milliards de yen dépensés entre 1981 et 1990).

A court terme, les perspectives de croissance restent optimistes puisque la croissance économique est estimée à 5% pour l'année fiscale 1990 et devrait maintenir un rythme d'environ 3% en 1991 (9). A moyen terme, l'assainissement en cours pourrait avoir jeté les bases d'un nouveau renforcement de la puissance japonaise, après avoir éliminé les éléments de fragilité financière liés à des excès spéculatifs.

Rédaction :

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales.
9, rue Georges-Pitard
750156 Paris.
Tél. (1) 48 42 64 64

Rédacteur en chef :
Gérard Latay.

Edition :

La Documentation Française.
Abonnement d'un an
(8 numéros) : 186 F (France),
215 F (Etranger).
26 F (suppl. pour envoi
par avion).

Commande adressée à :
La Documentation française.
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception
de la facture.

Directeur de la publication :
Anton Brender.

ISSN 0243-1947

(7) Experts de la banque du Japon et de l'Institut Nomura.

(8) voir à ce sujet : note 12, *Courrier Economique et financier- Asie Pacifique*, 8/1/1991

(9) Prévisions du centre de recherche de la Banque Fuji, disponibles en décembre 1990. D'après un sondage récent, les industriels japonais n'envisagent pas de retombées importantes sur l'économie japonaise dans l'hypothèse d'une guerre n'excédant pas trois mois.