

Le Japon : les doutes d'un créancier *

Olivier Passet

Département des diagnostics

La dégradation de l'activité industrielle depuis le mois d'avril, souligne la fragilité de la reprise japonaise. Ce mouvement ne fait que confirmer les doutes que l'on pouvait avoir sur les moteurs de la croissance. Il accompagne le repli de la politique de soutien à l'activité menée par le gouvernement depuis la fin de l'année dernière. Ce dernier, ayant misé trop tôt sur la dynamique autonome de la demande privée, doit donc se résoudre à de nouvelles interventions. C'est moins la perte de compétitivité des entreprises nippones qui constitue à court terme le principal obstacle à la croissance, que l'effort déployé par ces dernières pour contenir leurs coûts unitaires. Leur rapide adaptation à la parité du yen a pesé en dernier ressort sur le revenu des ménages, qui voient, au gré des aléas du marché des changes, varier la partie la plus instable de leurs revenus, que sont les primes et la rémunération des heures supplémentaires. Simultanément les hausses négociées de salaire s'érodent d'année en année. Ceci explique en partie la prudence des comportements d'épargne des ménages.

La vitalité de la demande de biens durables, qui constituait un des éléments les plus prometteurs et solides de la reprise, apparaît se substituer à d'autres achats, en raison de la baisse des prix relatifs de ce type de biens. Ce que l'on appelle au Japon le « Kakaku Hakai », phénomène de « destruction des prix » (qui touche particulièrement les biens durables et l'habillement), lié à l'ouverture du système de distribution et à la hausse du yen, a pu fausser la perception de la reprise.

On peut douter, de plus, de la capacité du secteur privé à prendre la relève de l'Etat, dans le contexte actuel de délabrement des bilans des organismes financiers. Compte tenu du poids des mauvaises créances, un risque de crise systémique pèse sur le système de financement nippon, dont l'épicentre se situe au niveau des intermédiaires non bancaires, spécialisés dans le financement de l'immobilier. On pouvait croire jusque là que le premier créancier du monde pouvait compter sur ses réserves pour sortir son économie de l'impasse. Mais ce matelas de créances, en se dépréciant, se transforme en fardeau : le Japon réalise tardivement qu'il a prêté

* Nous tenons à remercier vivement le Service économique et commercial de l'ambassade de France à Tokyo, et tout particulièrement Jean-Pierre Dubois et Christian Paoli, pour les multiples contacts qu'il nous ont permis d'établir. Sur les aspects financiers, nous sommes spécialement redevable à Nobuya Nemoto de l'Institut de Recherche Nomura. L'article n'engage, bien entendu, que la responsabilité de l'auteur.

au dessus de ses moyens et hésite aujourd'hui à liquider un actif déprécié. Cet attentisme participe à la faiblesse de l'activité et exacerbe un peu plus le problème des créances douteuses.

Mais la crise que traverse aujourd'hui le Japon dépasse les conséquences de l'après bulle et de la hausse du yen. Cette dernière est d'ailleurs probablement partiellement réversible. On trouve difficilement les fondamentaux qui justifieraient le niveau actuel de parité de la devise nipponne. L'internationalisation du yen est bien trop lente pour justifier une déviation d'une telle ampleur de la monnaie par rapport à sa parité de pouvoir d'achat, au cours des dernières années. Son niveau actuel serait plutôt un handicap à la diffusion du yen comme monnaie de réserve et de facturation, tant il accroît le risque de change. Il semble davantage lié aux arbitrages qu'opèrent les banques nipponnes en faveur du yen, compte tenu de la dégradation de leurs bilans et de leur volonté de diminuer les risques. Si l'on admet que l'appréciation du yen n'a pas d'autre fondement structurel, il faut alors envisager les conséquences qu'engendrerait la mise en jeu de forces de rappel.

Le ralentissement du potentiel de croissance nippon s'inscrit dans le long terme. Après une phase de rattrapage de productivité, l'économie japonaise devra composer dorénavant avec un sentier de croissance de moyen et long terme proche des performances moyennes de l'OCDE.

Elle peut s'en écarter un temps, grâce à la dynamique régionale, par le truchement de l'investissement direct. Mais ce jeu n'a qu'un temps, compte tenu de la perméabilité croissante de son marché intérieur (liée à la rationalisation et à la déréglementation de son système de distribution), et du processus de rattrapage et d'autonomie grandissante de ses voisins asiatiques. La surévaluation de la devise nipponne a surtout rompu la cohérence de la politique de délocalisation. Le risque le plus sensible à long terme, est celui d'un boomerang asiatique, lié à une délocalisation désordonnée des activités intermédiaires, guidée par l'urgence, et d'une diffusion incontrôlée du progrès technique.

L'économie japonaise multiplie aujourd'hui les paradoxes. Propulsé par le yen, son PNB nominal est en passe de devenir le premier du globe, alors même que le pays affronte sa plus profonde crise structurelle de l'après guerre. Pays excédentaire et premier créancier du monde, il rencontre aujourd'hui des problèmes de liquidité et d'insolvabilité pour avoir prêté au dessus de ses moyens. Sa production est orientée à la hausse, pendant plusieurs trimestres, témoignant apparemment d'une reprise, alors que l'on décèle avec difficulté les moteurs du côté de la demande. L'industrie a paru absorber de manière presque indolore un niveau exorbitant du yen, ou un tremblement de terre dévastateur dans une région névralgique, déjouant les diagnostics de fragilité d'une économie convalescente. Le Nikkei touche des planchers, tandis que le yen monte aux nues sur les marchés financiers.

A ce bilan paradoxal, les autorités publiques offrent des réponses non moins paradoxales. Elles affichent la volonté de déréglementer, c'est-à-dire d'exposer un peu plus un tissu productif fragilisé. Elles ébranlent un mode de régulation, qui jusqu'ici a fait le succès et assuré la performance de l'économie nippone.

Le Japon traverse incontestablement une crise d'une profondeur sans précédent. Assiste-t-on dès lors à l'essoufflement d'un système qui, déjouant les préceptes libéraux, combinait avec succès, protectionisme, planification, concurrence et efficacité ? Faut-il y voir alors le symptôme de l'affaiblissement du « grand coordinateur » public, paralysé par un appareil politique déliquéscent, ou le déclin de la capacité d'adaptation qui faisait la force de l'appareil productif jusqu'ici ? Curieusement la capacité de réaction industrielle ne paraît pas avoir abandonné l'économie nippone. Et l'on trouve là l'une des raisons du bilan paradoxal esquissé plus haut. Mais peut-être, victime de son succès, le Japon, après une émergence modèle, paraît devoir faire le difficile apprentissage de la maturité. Il est possible aussi qu'à trop s'adapter, il finisse par perdre son âme. Surtout lorsque cette capacité d'adaptation répond à des paramètres de prix dont on peut douter de la rationalité, en particulier lorsqu'il s'agit du yen. Par sa vitesse de réaction, le Japon n'est-il pas en train de pérenniser une situation aberrante, et de faire des choix difficilement réversibles qui handicapent le long terme ?

Avant même d'explorer les symptômes de la crise japonaise et les voies de sortie, rappelons préalablement les deux pôles extrêmes entre lesquels oscillent aujourd'hui les analyses de l'économie nippone : d'un côté une gestion presque banale de « l'après bulle », de l'autre une perspective de déclin irrémédiable.

Le scénario dit « banalisé » décalque plus ou moins celui associé à la dernière récession américaine. Les difficultés de l'économie nippone apparaissent comme l'héritage de la spéculation de la seconde moitié des années quatre-vingt. L'excès de liquidité qui a prévalu durant cette période a nourri une suraccumulation d'actifs physiques et financiers. Son élimination a laissé les entreprises avec des surcapacités de production. Les banques, quant à elles, doivent digérer la dépréciation de leurs actifs, issue de la chute des prix et de la montée des débiteurs insolvables. Partant d'un même constat, les jugements diffèrent sur la gravité des symptômes et la rapidité du redressement. Dans la version « minimaliste » la crise nippone ne relève que d'un ajustement de stock transitoire qui, rétablissant la rentabilité du capital, replacera l'économie nippone sur son sentier de croissance traditionnel. Les ratés présents de la reprise sont uniquement imputés à la surévaluation — temporaire — du yen et aux retombées de Kobé. Le choc du yen est lui-même minimisé dans un pays où les échanges extérieurs sont marginaux en comparaison des économies européennes (à peine 9,5 % du PNB) et sur un marché intérieur suffisamment protégé pour que la sanction de la compétitivité demeure modérée. Quant aux intermédiaires financiers, à l'instar de leurs homologues américains, ils bénéficient d'un écart favorable entre taux débiteur et créateur, qui devrait leur permettre de rétablir à brève échéance leur solvabilité.

A l'autre extrême du spectre, les difficultés actuelles sont le symptôme d'un changement plus profond de statut de l'économie nippone. Le déclin de la croissance relève alors de plusieurs facteurs fondamentaux :

— L'aboutissement d'une phase de rattrapage où l'économie nippone puisait l'essentiel de son élan dans la réalisation d'importants gains de productivité. Parvenu au niveau de performance de l'économie américaine, et l'ayant même dépassé dans certains secteurs exposés, le Japon a quitté aujourd'hui le rang des économies émergentes à fort potentiel de croissance.

— La remise en cause de son mode de régulation traditionnel, reposant sur une forte dualité entre les secteurs exportateurs et le marché intérieur fortement cartélisé. L'ouverture de la « forteresse Japon » à la concurrence par voie de déréglementation mettrait progressivement un terme à la possibilité de découplage des prix des marchés intérieur et extérieur, réduisant la possibilité des exportateurs de brader les prix des produits exportés, en prélevant des marges abusives sur le consommateur nippon. La crise révélerait donc l'érosion d'un système, où les ménages de l'archipel étaient trivialement qualifiés de « vaches à lait » des cartels nationaux.

— La crise que traverse l'archipel révèle enfin les effets négatifs des délocalisations. Celles-ci « évideraient » le secteur manufacturier national, infléchissant ainsi la croissance à moyen et long terme.

— La poussée inexorable du yen amplifie le phénomène, son internationalisation, correspondant au degré de développement de l'économie nippone. Phénomène structurel plus que spéculatif, la parité actuelle serait pour une large part irréversiblement inscrite dans la dynamique de long terme de l'économie japonaise, compliquant la transition et aggravant l'ajustement à court terme. La maturation d'un grand marché asiatique, souvent présentée comme un atout pour l'économie nippone, serait à terme défavorable, le Japon subissant une concurrence accrue de ses partenaires de la zone.

— Enfin le sentier de la croissance à long terme du Japon serait pénalisé par les perspectives démographiques, mêlant stagnation et vieillissement de la population.

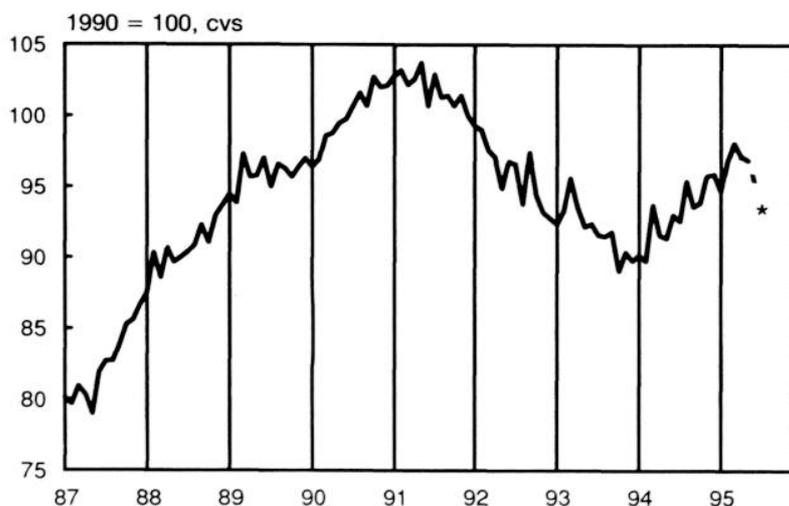
Ce pessimisme structurel se doit d'être exploré avec prudence. Avant de s'engouffrer sur la voie d'un discours sur la « nippo-sclérose », il est bon d'avoir en tête à quel point ce genre de thème est récurrent, oscillant au gré des modes et des fantasmes nationaux. Tout comme la « Silicone Valley » a effacé un temps l'excès de pessimisme sur le déclin américain, ou la réunification, les affirmations unanimes d'une germano-sclérose, la capacité d'adaptation nippone peut déjouer les scénarios les plus pessimistes. Plus prudemment, nous examinerons donc en quoi le Japon a tendance à se banaliser, ce qui justifierait l'alignement de son économie sur les performances moyennes de ses partenaires de l'OCDE.

Sursaut sans fondement financier...

La tentation est grande de minimiser les difficultés que rencontre le premier créancier du monde. A priori, le Japon dispose de réserves suffisantes pour sortir son économie de l'impasse. L'Allemagne en son temps, a bien su mobiliser ses excédents d'épargne pour relever le périlleux pari de la réunification. C'est à l'Etat qu'incombe en général ce rôle. Et les autorités nippones ne se sont pas défaussées comme en témoignent les 45 mille milliards de yens injectés en deux ans dans l'économie. Mais curieusement, les excédents perdurent et avec eux, l'anémie de la demande intérieure privée. Aggravant le mal, ce matelas de créances, qui semblait être la meilleure garantie de l'invulnérabilité nipponne, en se dépréciant se transforme en fardeau. Le Japon réalise tardivement qu'il a prêté au dessus de ses moyens et hésite aujourd'hui à liquider un actif déprécié. Mais, ce faisant, en se serrant la ceinture, dans l'attente de jours meilleurs, les agents privés participent à la dévalorisation des actifs financiers intérieurs. Et l'appréciation du yen, qui sanctionne la résistance des excédents, contribue de son côté à la dévalorisation des actifs détenus sur l'étranger. Dès lors la première puissance financière du monde joue la montre pour éviter une crise financière majeure.

La reprise récente ne mérite pas son nom

Le profil ascendant de la production industrielle japonaise, jusqu'au mois de mars de cette année, estompait peu à peu les doutes sur la réalité d'une reprise. Certes, celle-ci se situait quand même très en deçà des performances du précédent cycle, où la croissance avoisinait le rythme de 15 % l'an à son sommet. Ce que l'on appelle aujourd'hui reprise n'est guère plus dynamique que ce que l'on qualifiait hier de « récession de croissance ». Mais avec un rythme de croissance supérieur à 6 % l'an jusqu'à la fin du premier trimestre, à peine érodé par le sinistre de Kobé (la tendance demeure supérieure à 5 % l'an du dernier trimestre de 1994 au premier trimestre de 1995), la production industrielle poursuivait son redressement depuis plus d'un an (graphique 1). La



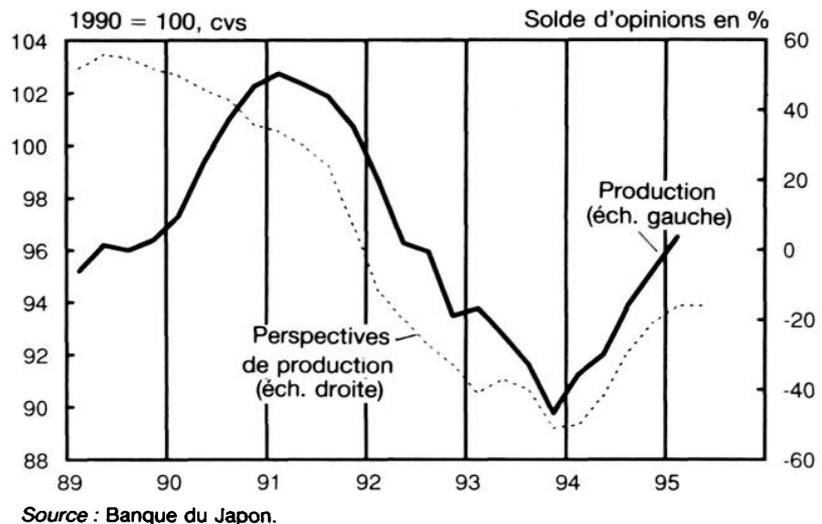
1. Production industrielle

* Estimation MITI pour le mois de juin.
Sources : Banque du Japon, MITI.

Banque du Japon, qui sonde trimestriellement les principales entreprises, grandes et moyennes, confirmait depuis le début de l'année 1994 une meilleure orientation de l'activité, le climat présent et futur des affaires n'ayant cessé de s'améliorer jusqu'au mois de février de cette année.

Mais au mois de mai, les enquêtes sur les perspectives de production se sont dégradées, surtout dans le secteur manufacturier (graphique 2). La production industrielle reflue sensiblement au cours des mois d'avril et de mai (de 1,2 %) et le MITI prévoit la poursuite de ce mouvement, au moins jusqu'au milieu de l'été.

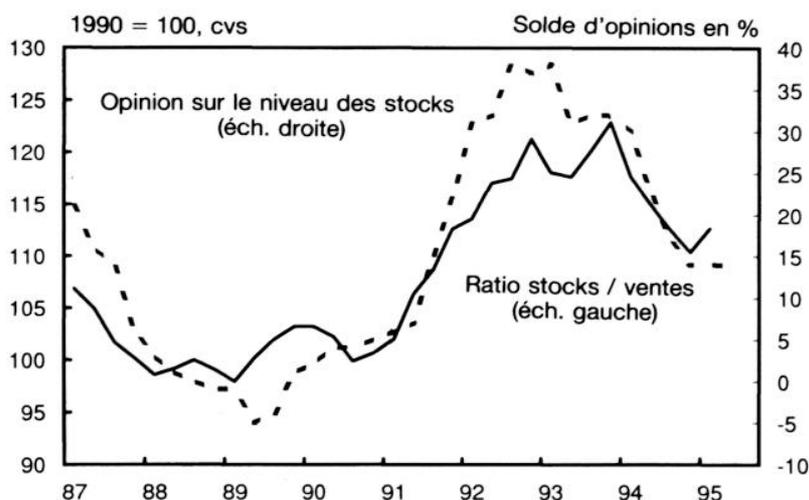
2. Production industrielle et perspectives de production



Les biens intermédiaires et d'équipement avaient opéré le redressement le plus précoce et le plus vif. Les biens de consommation durables n'ont opéré ce redressement que plus tardivement (depuis un peu plus de deux trimestres) et irrégulièrement. Quant aux biens de consommation courante, ils demeurent léthargiques. Cette configuration des décalages diffère des reprises antérieures surtout par l'offre de biens d'équipement, dont on peut supposer que la demande étrangère est venue la doper prématurément. Le décalage cyclique inhabituellement long avec les Etats-Unis et le dynamisme de ses voisins d'Asie du Sud-Est en constituent probablement la raison essentielle.

Cette réactivation de l'offre avait été précédée d'un important mouvement de déstockage des excédents de produits finis et semi-finis hérités de la période de récession. L'appréciation de leur niveau présent par les entreprises semble indiquer l'achèvement de ce processus, qui ne pèse plus aujourd'hui sur l'activité (graphique 3). Un mouvement de restockage paraissait même se dessiner depuis le milieu de l'an passé pour les biens semi-finis, apparemment volontaire, à en croire l'optimisme grandissant des entreprises sur leurs débouchés futurs.

Écoulement des surplus de stocks, redémarrage de la production sous l'impulsion des biens intermédiaires, éveil de l'investissement et de



Source : Banque du Japon.

3. Ratio stocks sur ventes et opinion sur le niveau des stocks

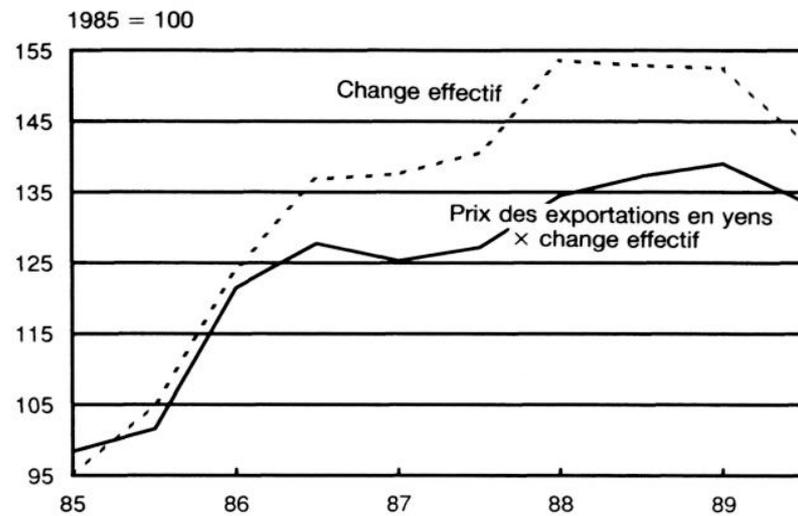
la demande de biens durables, amorce de restockage annonciateur de besoins accrus d'inputs... les divers éléments de l'engrenage d'une reprise paraissent se mettre en place. Mais, la dégradation récente des indicateurs industriels souligne la vulnérabilité de ce mouvement. Les livraisons, moins vigoureuses que la production en début d'année, ont regonflé les stocks de produits finis, en particulier de biens de consommation. Avec un recul de 1,1 % du PIB du troisième trimestre 1994 au premier trimestre de 1995, on peut se demander si le terme de reprise est toujours approprié. Plusieurs interrogations subsistent tenant en particulier :

- aux incidences financières de la hausse du yen ;
- aux incertitudes quant aux moteurs de la croissance ;
- à la capacité des intermédiaires financiers à appuyer la poursuite du mouvement, lorsque, comme il est traditionnel dans un second temps, l'expansion fera appel à un financement externe.

Le yen : un handicap partagé

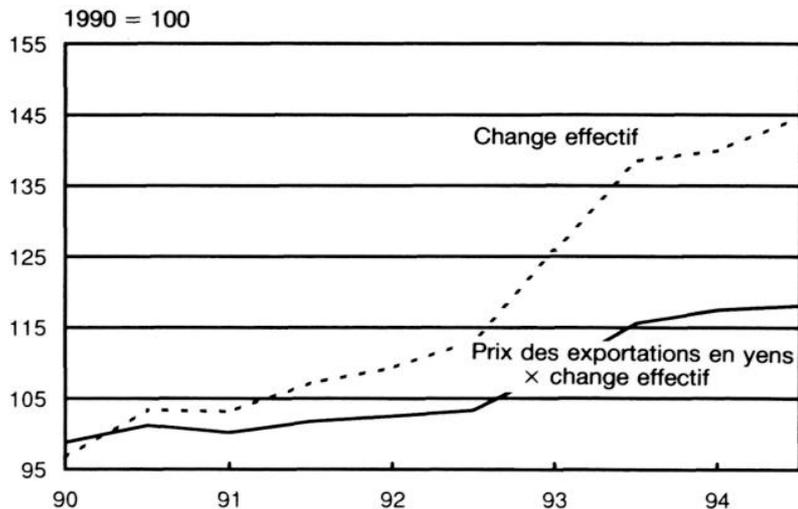
La hausse du yen avait jusqu'ici été relativement bien absorbée par l'appareil productif. La parité effective du yen au mois de mai était supérieure de 50 % à son niveau moyen de 1990. Cette appréciation est à peu près de même ampleur que celle qui avait affecté les exportateurs nippons après les accord du Plaza entre 1985 et 1989. Ils étaient alors parvenus durant cette période à gommer environ le tiers de cette hausse par la baisse de leurs prix à l'exportation exprimés en yen. L'effort d'absorption de la hausse du taux de change est encore plus sensible cette fois ci, puisque plus de la moitié de cette appréciation a été neutralisée par le comportement de marge des producteurs (graphique 4). Mais l'écart de la devise nippone à sa parité de pouvoir d'achat est tel aujourd'hui, que les pressions concurrentielles qui pèsent sur les exporta-

4a. Taux de change effectif, et prix des exportations converti au taux de change effectif de 1985 à 1990



Source : Banque du Japon, OCDE.

4b. Taux de change effectif, et prix des exportations converti au taux de change effectif de 1990 à 1995

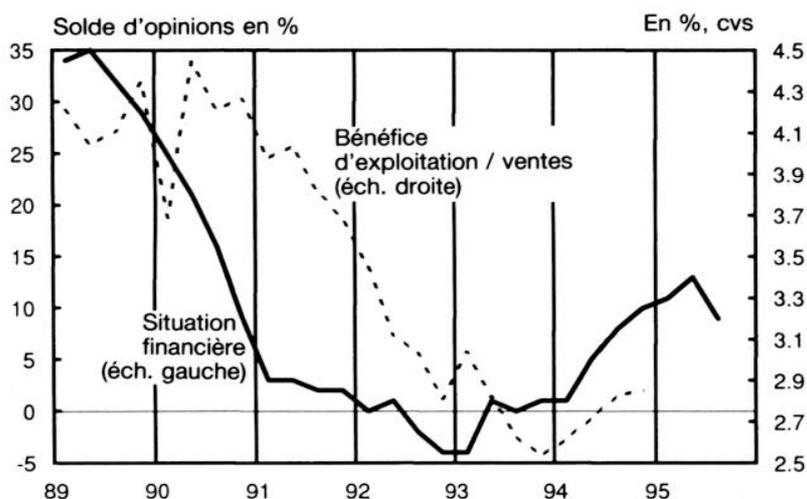


Source : Banque du Japon, OCDE.

teurs sont bien sûr d'une toute autre ampleur que celles qui s'exerçaient dans la seconde moitié des années quatre-vingt. La conséquence s'en est ressentie sur l'évolution des profits à la différence du précédent ajustement. Alors qu'en 1989 le ratio des bénéfices d'exploitation aux ventes était supérieur de plus d'un demi point à son niveau de 1985, en 1994, en revanche, il demeure inférieur de plus d'un point à son niveau des années quatre-vingt-neuf et quatre-vingt-dix.

Le redressement des bénéfices en fin de période a été dû pour partie au fait que l'appréciation du yen s'est tempérée au cours de l'année 1994, avant de repartir à la hausse au début de 1995. Surtout, les gains de productivité, conjugués à la modération du salaire horaire, ont permis un reflux des coûts unitaires de main-d'œuvre de plus de 4 %, entre la fin de 1993 et le mois d'avril de cette année, dans l'industrie manufacturière. Enfin, la lente amélioration du climat des affaires jusqu'au premier trimestre, a mis un terme à la décreue des prix de production, alors même

que les prix des biens intermédiaires importés diminuaient fortement. Ces éléments internes ont ainsi atténué l'effet négatif de la contraction des marges à l'exportation. Jusqu'en février 1995, la proportion d'entreprises se déclarant en difficulté financière décroissait, et un net redressement des bénéfices était prévu pour 1995. La nouvelle poussée du yen en mars et avril, non anticipée par les entreprises, a cependant remis en cause cet optimisme, ces dernières n'attendant plus d'amélioration dans les mois à venir (graphique 5).



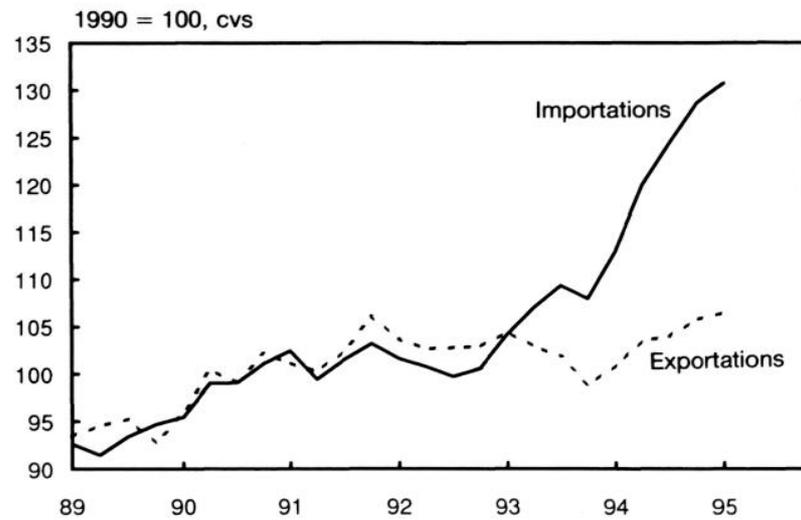
Sources : Banque du Japon, MCA.

5. Situation financière des entreprises

Comme il est coutumier dans ce genre de situation, c'est sur les ménages qu'a pesé en dernier ressort l'ajustement. L'emploi manufacturier a diminué de 2,1 % l'an dernier, tandis que l'emploi total stagnait pour la première fois depuis 1975. Il amorce même un léger reflux depuis la mi-1994. Les salaires négociés au printemps sont en recul continu, passant de 3,9 % en 1993 à 3,1 % en 1994 puis 2,6 % en 1995. Les salaires effectivement versés suivent quant à eux une trajectoire opposée. Leur tendance est aujourd'hui voisine de 3 % alors qu'ils avaient stagné en 1993. Cet élément est dû à la stabilisation des primes et à l'accroissement des heures supplémentaires depuis le milieu de 1993. Le fait que ces oscillations soient essentiellement imputables aux éléments variables du salaire, accroît la flexibilité des entreprises, mais crée une incertitude qui renforce l'attentisme des ménages.

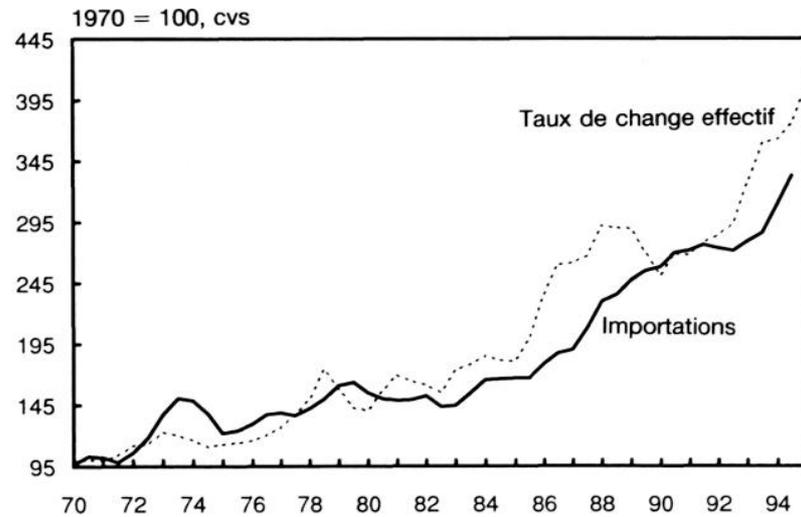
Ces éléments expliquaient probablement le décalage entre la perception que les grandes entreprises avaient du climat des affaires en 1994, et la morosité de la demande intérieure. La flexibilité des coûts leur a permis de bénéficier en partie de la vigueur de la demande internationale en dépit de pertes sensibles de parts de marché. Le volume des exportations de marchandises a progressé à un rythme de 6 % l'an du dernier trimestre de 1993 au premier trimestre de 1995. Il est vrai que sur la même période celui des importations a été supérieur à 17 % l'an, en ligne avec la montée du yen (graphiques 6 et 7).

6. Volume des importations et des exportations



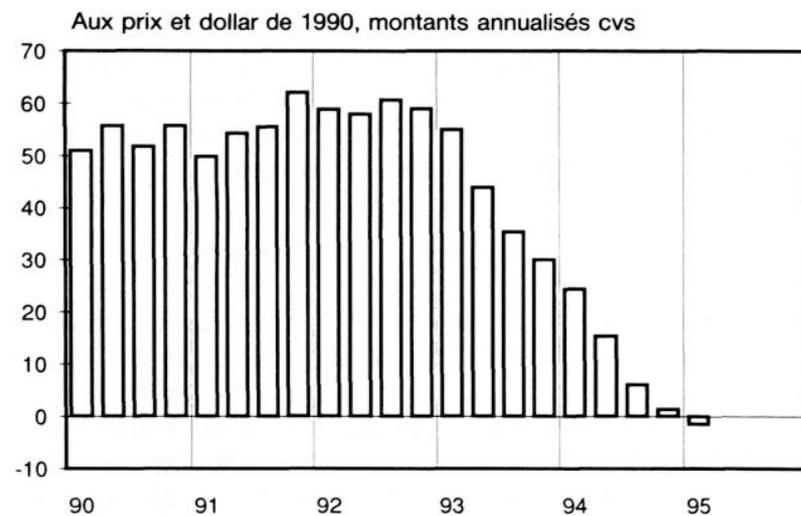
Source : Banque du Japon.

7. Volume des importations et taux de change effectif



Source : OCDE.

8. Solde commercial à prix et parité constante



Sources : Banque du Japon, calcul OFCE.

Le résultat de ces évolutions, est que l'excédent en volume a considérablement régressé, ce que camoufle en partie l'accroissement continu de la devise et des termes de l'échange (graphique 8). Lorsqu'il y a eu pause dans la poussée de la devise nippone, de juillet à décembre 1994, l'excédent commercial a sensiblement reculé : sa baisse se chiffre à 10 % du premier au second semestre. Etant donné la dynamique actuelle des volumes de marchandises exportées et importées, une stabilisation du taux de change induirait une baisse d'environ 20 % de l'excédent commercial en un an.

L'État a misé trop tôt sur le consommateur

Durant la descente aux enfers qui a conduit la croissance japonaise d'un taux de croissance moyen de 6 % l'an en 1988 à un taux légèrement négatif en 1993, le rôle tampon de l'investissement public a maintes fois été souligné. En 1992 et 1993 l'essentiel de l'action de l'État a visé à promouvoir l'investissement public, à encourager l'investissement résidentiel et, indirectement, à soutenir les prix des actifs réels.

1. Collectifs budgétaires

1000 milliards de yens

	Août 1992	Avril 1993	Septembre 1993	Février 1994	Avril 1995
Investissement public	6,3	7,2	2,0	3,7	3,2
<i>Investissement public moins coût d'acquisition de terrain</i>	<i>5,0</i>	<i>5,8</i>	<i>1,6</i>	<i>3,0</i>	<i>2,6</i>
Achats de terrains par anticipation	1,6	1,6	0,3	2,3	—
Prêts aux PME	1,2	1,9	1,0	1,4	1,7
Promotion de l'investissement logement	0,8	1,8	2,9	1,2	0,5
Réduction d'impôt	—	0,1	0,1	5,9	—
Autres	0,9	0,6	0	0,8	0,9
Total	10,7	13,2	6,2	15,3	7,3

Source : Nomura.

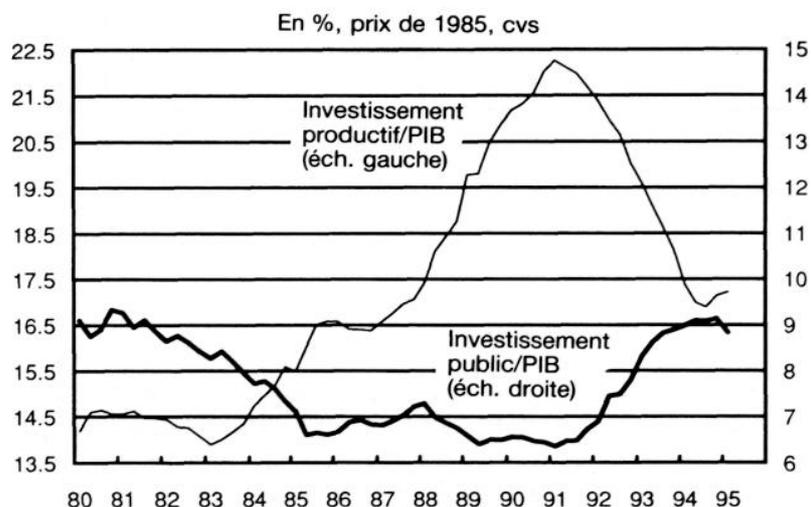
Cette impulsion a provoqué une forte dégradation du solde financier des administrations publiques, qui d'un excédent proche de 3 % du PIB en 1990, vire à un déficit de 3,5 % du PIB en 1994. Si l'on élimine les effets induits de la faible conjoncture sur le creusement du déficit public, pour ne retenir que ce qui est dû aux mesures délibérées de relance, le

solde dit « structurel », se dégrade de 5 points de PIB (– 3 % en 1994 au lieu de + 2 % en 1990 selon l'OCDE). Cette inflexion est essentiellement liée à la mise en œuvre entre août 1992 et février 1994 de quatre collectifs budgétaires qui ont injecté 45 mille milliards de yens de liquidités dans l'économie nippone en un peu plus de deux ans, soit presque l'équivalent de 10 % du PIB (tableau 1). Mais l'ampleur de cette impulsion ne doit pas être estimée au regard de ces données brutes. Certaines dépenses gonflent directement la demande globale, tandis que d'autres, qui modifient la répartition du revenu, du patrimoine ou la formation des prix ont un effet plus diffus et moins aisément évaluable :

— Sur ces 45 mille milliards de yens additionnels, plus de 40 % (19,2 mille milliards de yens) sont des dépenses directes d'investissement public. En dépit de certains retards dans l'exécution, ce chiffre donne une idée de l'impact immédiat sur la croissance des quatre programmes mis en œuvre jusqu'en 1994. A en juger par la comptabilité nationale, en tenant compte du fait que pour près de 20 %, les montants programmés incluent des dépenses de terrain, qui ne constituent pas à proprement parler de l'investissement, l'intégralité des plans a effectivement été mis en œuvre, démentant le scepticisme de beaucoup. Du troisième trimestre de 1992 au quatrième trimestre de 1994, le flux d'investissement public a cru de 22,4 % à prix constants, participant pour 1,6 point à la croissance du PIB (graphique 9). En tenant compte d'un multiplicateur budgétaire estimé à 1,18 par l'institut de recherche Nomura, cette contribution est proche de 2 points. Le PIB n'ayant progressé que de 0,5 % entre ces deux périodes, la production globale serait, sans cet investissement, aujourd'hui encore inférieure de près de 1,5 % à son niveau du troisième trimestre de 1992.

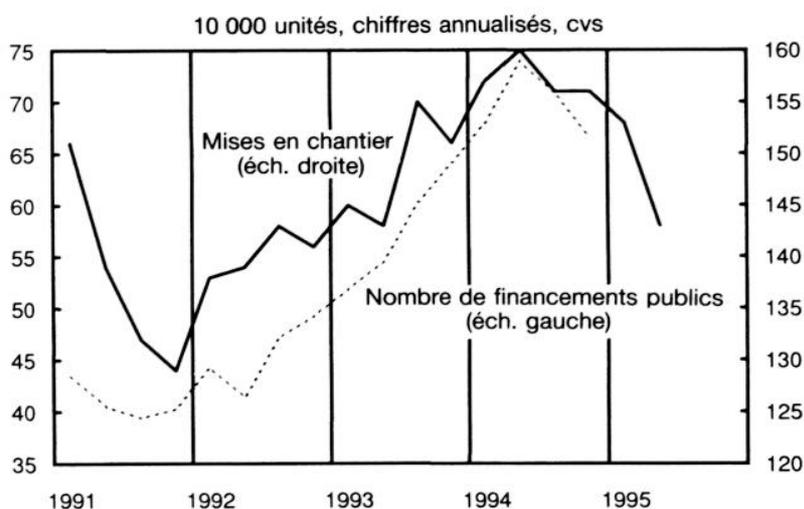
— Les mesures d'incitation au crédit public en faveur de l'immobilier résidentiel ont également eu un impact sensible sur l'activité. Garanties de prêt et bonification d'intérêt à destination principalement de la « Housing Loan Corporation » (principale société publique de prêt au logement), ont mobilisé 6,7 mille milliards de yens (près de 15 % du montant global des quatre plans). Or jusqu'en 1994, le crédit public a été le support

9. Investissement productif et public en pourcentage du PIB



Source : Nomura.

exclusif du financement immobilier, tandis que le crédit bancaire privé stagnait (graphique 10). Depuis le début de 1994, les deux sources de financement conjuguent à nouveau leurs effets positifs, mais la composante publique demeure dominante. L'investissement résidentiel a contribué à un demi point de croissance depuis le lancement de ces plans.



10. Mises en chantier et projets résidentiels financés par la Housing Loan Corporation

Source : Banque du Japon.

— A partir de février 1994, le gouvernement japonais a réduit uniformément de 20 % l'impôt sur le revenu des ménages. Cette perte de recettes de 5,5 mille milliards de yens pour les finances publiques a incontestablement dopé la consommation des ménages durant l'année 1994. Elle équivaut à 1,7 % du revenu disponible brut des ménages. Ce transfert n'a malgré tout été consommé que partiellement puisque les particuliers ont majoré leur taux d'épargne de 1 % l'an dernier. La mesure a donc perdu plus de la moitié de son efficacité. Là encore, par cette action discrétionnaire, l'Etat a insufflé un demi point de croissance supplémentaire.

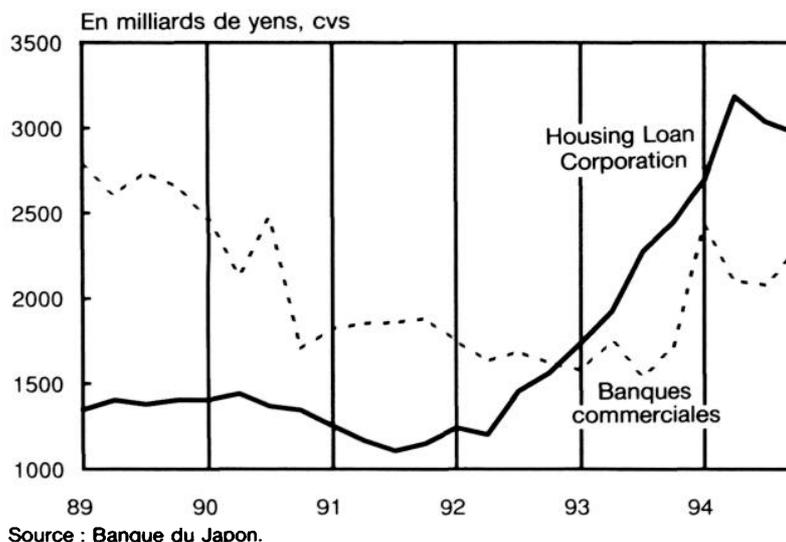
— On peut en revanche douter de l'efficacité des mesures d'aide au financement de l'investissement des PME, compte tenu de la faiblesse des besoins qui se sont exprimés dans ce domaine. De la même manière, les achats anticipés de terrains, qui visent à soutenir les prix dans un secteur sensible, puisqu'en dépend la qualité des actifs des intermédiaires financiers, n'ont qu'un effet négligeable sur la croissance à court terme. Ces acquisitions n'ont pas de plus été en mesure d'enrayer le mouvement de dépréciation.

Ainsi, hors mesures publiques, la récession aurait été d'une toute autre ampleur. Le PIB aurait alors été à fin 1994 inférieur de 2 à 3 % à son niveau du troisième trimestre 1992. Et ce qui apparaît depuis quelques trimestres comme l'amorce d'une reprise ne serait au mieux que les prémices d'une stabilisation.

L'embellie de l'activité, au cours des trois premiers trimestres de 1994, a incité par la suite le gouvernement à réduire son soutien à

l'activité. Le léger redressement des commandes intérieures de biens d'équipement à partir du second semestre et les plans d'investissement anticipés pour l'année en cours confirmaient alors que les entreprises parvenaient au terme de leur effort de résorption de leur excès d'accumulation de biens d'équipement. Encore, le contraste demeure-t-il grand entre les grands groupes et les PMI qui s'attendent pour 1995 à un nouveau recul de leur chiffre d'affaires et prévoient une baisse de 30 % de leurs investissements. Les grands groupes se refont une santé au détriment de leurs sous-traitants, condamnés à réduire leurs marges ou évincés par leurs concurrents asiatiques. Le réveil du crédit privé au logement pouvait également faire planer l'espoir que l'investissement résidentiel s'engageait dans une dynamique autonome (graphique 11).

11. Flux de crédit hypothécaire



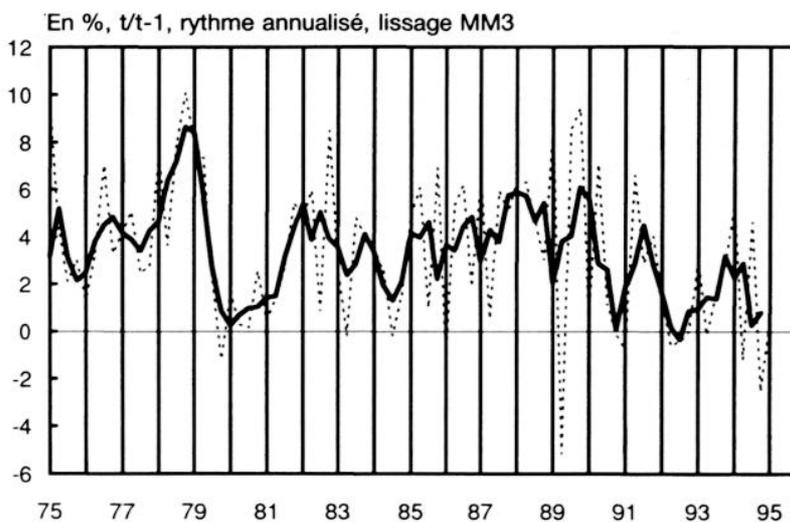
Pour consolider le redressement timide de la consommation, le gouvernement a néanmoins reconduit la baisse de la fiscalité, par une modification permanente du barème de l'impôt sur le revenu portant sur 3,5 mille milliards de yens. Le reste de la réduction (2 mille milliards), est obtenu par une diminution uniforme et provisoire de l'impôt, pour les années fiscales 1995, 1996 et 1997. En notifiant le caractère partiellement irréversible de l'allègement de fiscalité, l'Etat espérait réduire la propension à épargner des ménages.

Apparemment il n'en est rien. La baisse de 0,6 % des dépenses au dernier trimestre 1994, suivie d'une quasi stagnation au premier trimestre 1995, ainsi que le reflux des ventes de détail ont montré la fragilité du mouvement de reprise. L'investissement en logements résidentiels connaît lui même un accès de faiblesse, confirmé par le recul de près de 7 % du nombre de mises en chantier au mois d'avril, par rapport à son montant moyen de 1994. L'Etat ne peut encore compter sur la dynamique des achats ou des investissements des particuliers pour soutenir la croissance. Privée de sa béquille publique, l'activité a enregistré de piètres résultats au tournant de l'année passée. Cet élément, conjugué aux impératifs de reconstruction après le sinistre de Kobé, a incité le gouvernement à mettre en œuvre un nouveau plan de relance en avril.

Ce dernier se chiffre à 7,3 mille milliards de yens, dont 3,2 sont orientés vers l'investissement public. S'ajoutant à un premier plan d'urgence (de 1,02 mille milliards de yens) décidé en février dernier par le gouvernement central, il porte à près de 4 mille milliards de yens les fonds alloués à Kobé. Déjà, il est prévu de renforcer le dispositif en automne, en direction de l'investissement public, d'une part, et du renflouement des organismes de crédit, d'autre part.

La reprise de la demande privée ne paraît donc pas assurée au Japon. Les comportements de consommation des ménages, en particulier, demeurent entachés d'incertitude. Le Japon dispose d'un appareil fin de suivi des comportements de consommation des ménages, mais dont la dispersion des sources rend parfois difficile la mise en cohérence. Si l'on s'en tient aux données agrégées de la comptabilité nationale, il est bien hasardeux de diagnostiquer une quelconque inflexion de tendance au cours des derniers trimestres, après un sursaut qui a fait long feu (graphique 12). Cependant, tous les biens de consommation n'ont pas le même rôle cyclique. Une attention particulière est portée aux biens durables dont les fluctuations relèvent du renouvellement de parc et impriment leur marque à la consommation prise dans son ensemble. Une reprise des achats de ces biens indique en général que le désir de renouvellement l'emporte sur l'épargne de précaution. Ce basculement est favorisé à la fois par la décrue des taux d'intérêt et des prix, les biens durables étant ceux dont l'élasticité-prix est la plus élevée (supérieure à 1, au lieu de 0,6 pour les services et 0,3 pour les biens de consommation courants, selon l'institut de recherche Nomura). Malheureusement, la comptabilité nationale nippone ne permet pas de suivre spécifiquement ces biens au delà de la mi-1993.

L'Agence de coordination et de management supplée à ce manque en sondant 6 000 ménages. Cette enquête extrêmement détaillée permet d'affiner le diagnostic par type de biens. On peut parfois douter cependant de la validité de cette enquête lorsqu'on la compare aux données de livraisons que fournissent les associations de producteurs. On en est

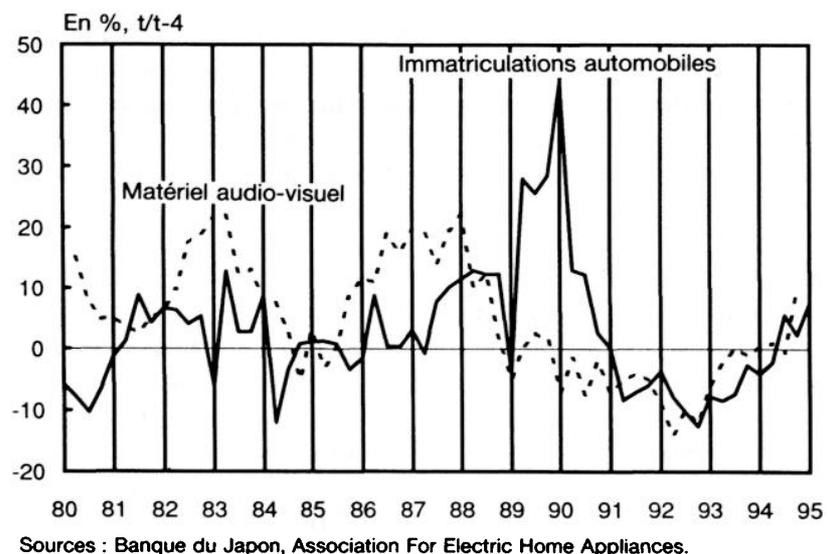


Sources : EPA, calculs OFCE.

12. Rythme de croissance de la consommation des ménages

donc réduit, par recoupement d'indices à des conclusions plus qualitatives que quantitatives. Il en ressort indéniablement le sentiment d'un éveil, encore irrégulier de la demande de biens durables (graphique 13). Mais compte-tenu de la forte élasticité de ces produits aux prix, peut-on vraiment parler de reprise pour expliquer cette embellie des biens durables ?

13. Consommation de biens durables représentatifs



Gare au Kakaku hakai

Le Kakaku hakai désigne le processus de « destruction de prix » que connaît l'économie japonaise depuis trois ans. Pour faire face à la concurrence étrangère et à une concurrence accrue au sein même de leur système de distribution, les producteurs et les distributeurs japonais se voient parfois contraints de réduire leurs prix en court-circuitant les intermédiaires traditionnels au profit des chaînes de discount. Ce phénomène, sur lequel on reviendra, ne peut s'apparenter à proprement parler à une déflation. Pour l'heure soulignons seulement que la baisse des prix n'est qu'imparfaitement appréhendée par les indices de prix, dont la saisie et le panier de référence intègrent mal les changements qui affectent la structure du réseau de distribution nippon et les habitudes de consommation des ménages. D'après les chiffres, les biens durables sont les plus affectés par la baisse des prix. Leur dépréciation dépasse 5 % au début de 1995 par rapport à leur niveau moyen de 1990. Bien que plus tardif, ce mouvement affecte aussi le secteur de l'habillement.

— A ce stade, il est possible que la reprise des biens durables ne soit qu'un simple phénomène de substitution à d'autres produits, ce qui expliquerait que la comptabilité nationale ne décèle aucun changement de tendance notable du régime de la consommation globale. A l'appui de cette hypothèse, l'atonie persistante du crédit à la consommation et l'inertie des comportements d'épargne apportent des arguments supplémentaires. Il faut donc manier avec prudence les raisonnements cycliques

sur la consommation en cette période de mutation, et se garder d'un optimisme excessif quant à la signification de l'amélioration de la demande de produits durables.

— Un raisonnement s'appuyant exclusivement sur l'approche en terme de renouvellement de parc, appliqué de façon trop mécaniste conduirait probablement à exagérer la demande future de biens durables. La durée de vie de ce type de bien est généralement échelonnée entre trois et cinq ans. Dans le secteur automobile, en particulier, le caractère contraignant et coûteux d'un contrôle technique trisannuel induit une importante demande de remplacement au terme de ce délai. Si l'on en juge par l'ampleur du précédent cycle, et son sommet atteint au début de 1990, il n'est pas surprenant d'assister à un retournement haussier des immatriculations au cours de 1993. Le mouvement est cependant très étale ; il est clair que l'incertitude qui pèse sur les revenus a induit des changements de comportements, rallongeant la durée de détention des véhicules au delà du fatidique contrôle technique. Apparemment celui-ci est préféré à une descente en gamme, particulièrement mal vécue dans un pays où les effets de démonstration ne sont pas les moindres.

Risque d'insolvabilité au pays de l'épargne

Les autorités japonaises reconnaissent aujourd'hui l'ampleur de la crise qui affecte le secteur financier. Les 12 à 13 mille milliards de yens de créances douteuses officiellement inventoriées par les 21 principales banques du Japon (environ 2,7 % du PIB), et provisionnées à plus d'un tiers, étaient jusqu'ici les seuls chiffres commentés comme représentatifs du sinistre (tableau 2). Et leur décrue progressive depuis septembre 1993

2. Estimation officielle des créances douteuses des 21 principales banques japonaises

1 000 milliards de yens

	Mars 1993	Septembre 1993	Mars 1994	Septembre 1994
City banques	8,44	9,27	8,97	8,75
Banques de crédit à long terme	1,85	1,9	1,89	1,84
Banques d'investissement (Trust banques)	2,47	2,59	2,71	2,74
Total (a)	12,76	13,76	13,57	13,33
Créances mises en dépôt auprès du CCPC (b)	0,69	1,9	4,5	6,5
(a) + (b)	13,45	15,63	18,09	19,84

Sources : CCPC, Nomura.

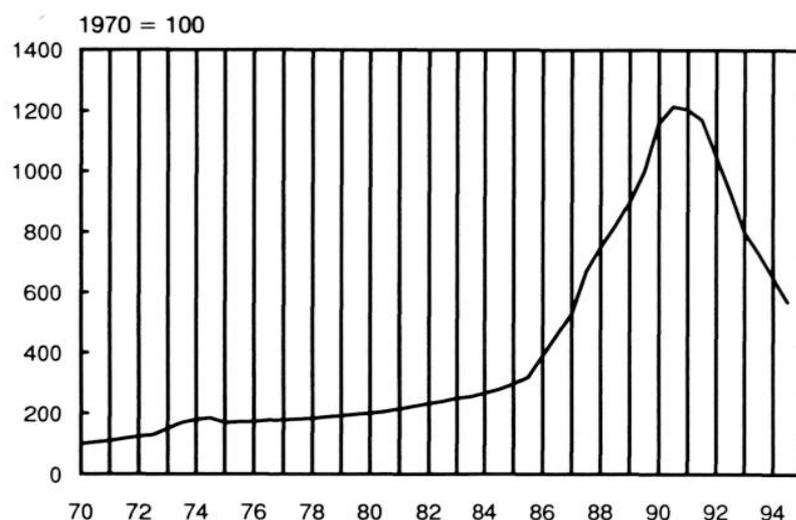
(le montant des créances douteuses retrouvant en mars 1995 leur niveau d'il y a deux ans) pouvait créer l'illusion que la crise financière se résorbait avec la reprise. Cet espoir a tourné court. Les quarante mille milliards de yen (8,5 % du PIB) aujourd'hui reconnus par le ministère des finances, et qui ne couvrent pas l'intégralité des porteurs, donnent un nouvel éclairage au problème. Un risque de crise systémique pèse bel et bien sur les intermédiaires financiers nippons. Et l'aveu public du sinistre souligne que la puissance publique ne peut plus compter sur les mécanismes spontanés de marché pour régler le problème.

Cette plus grande transparence ne permet malgré tout pas de totalement circonscrire l'ampleur de la crise. Le dernier chiffre avancé par le ministère, inclut les créances détenues sur des débiteurs en faillite, les prêts ne produisant plus d'intérêts depuis au moins 6 mois, et certains prêts renégociés. Mais l'inventaire exclut un certain nombre d'institutions, en particulier les compagnies d'assurance, et un important montant de prêts restructurés par les organismes de prêts à l'agriculture auprès des associations de crédit spécialisées dans l'immobilier. Un bilan plus exhaustif conduirait à une évaluation proche de 60 mille milliards de yens. Les plus pessimistes des spécialistes non gouvernementaux poussent l'estimation jusqu'à 100 mille milliards de yens. Cette incertitude peut être partiellement levée au regard du montant des prêts rémunérés en dessous du taux de base bancaire. Pour les seules banques commerciales leur encours, dont on peut supposer qu'il contient une part importante de créances à problèmes (compte tenu d'un taux de base historiquement bas), s'élevait à plus de 40 mille milliards de yens en décembre 1994. Ce chiffre laisse supposer que la réalité est probablement intermédiaire entre l'évaluation gouvernementale et les estimations les plus pessimistes.

Si l'on s'en tient à l'estimation gouvernementale, les créances douteuses représenteraient 6,5 % de l'encours des prêts privés, alors qu'au sommet de la crise américaine, cette proportion atteignait 4,2 %. Leur montant dépasse le niveau des fonds propres de première catégorie, là où, aux Etats-Unis, cette part a culminé à 14 %. Cette comparaison donne la mesure de la crise nippone.

Les pertes envisagées sur ces actifs sont considérables. A en juger par la dépréciation des prix de l'immobilier, sur lequel beaucoup de ces prêts sont gagés, on peut estimer que 60 à 70 % de ces créances pourraient passer en pertes et profits (graphique 14). Les prix d'acquisition des créances douteuses par la Cooperative Credit Purchasing Company, organisme chargé de la reprise de certaines de ces créances, corroborent ces ordres de grandeur (tableau 3).

Dans la nébuleuse des petites et moyennes institutions financières nippones la plus grande opacité prévaut concernant les intermédiaires financiers régionaux, et les organismes privés de prêt à l'immobilier. C'est pourtant de ce côté que la crise est la plus dangereuse et la moins maîtrisée. Car si un risque de crise systémique existe, son épicentre se situe au niveau de ces intermédiaires financiers non bancaires, spécia-



14. Prix de l'immobilier commercial

Sources : EPA, Nomura.

3. Activité de la « Cooperative Credit Purchasing Company » (CCPC)

100 millions de yens

	Nombre de transactions	Valeur comptable des actifs (a)	Prix d'acquisition par la CCPC (b)	Pertes = (a) - (b)	Taux de dépréciation	
1993	Mars	229	6 817	4 521	2 296	- 33,7 %
	Juin	12	243	176	67	- 27,6 %
	Septembre	414	9 547	4 857	4 690	- 49,1 %
	Décembre	116	2 312	1 050	1 262	- 54,6 %
1994	Mars	901	16 628	7 089	9 539	- 57,4 %
	Avril	24	651	229	422	- 64,8 %
	Mai	12	155	45	110	- 70,9 %
	Juin	33	712	251	461	- 64,7 %
	Juillet	138	1 471	521	950	- 64,6 %
	Août	280	2 999	1 219	1 780	- 59,4 %
	Septembre	1 123	13 940	6 090	7 850	- 56,3 %
	Octobre	85	1 839	773	1 066	- 58,0 %
	Novembre	34	510	170	340	- 66,7 %
	Décembre	81	1 260	480	780	- 61,9 %
1995	Janvier	94	1 313	423	890	- 67,8 %
	Février	240	3 283	1 131	2 152	- 65,5 %
Total	4 264	73 333	33 642	39 691	- 54,1 %	

Source : CCPC

lisés dans le financement de l'immobilier. Le degré d'exposition immobilière des banques nippones (tableau 4) peut en effet paraître limité à première vue au regard des standards internationaux (18 % de l'encours des prêts privés au lieu de 43 % aux Etats-Unis et 40 % en Allemagne). Mais la modicité de ce chiffre tient aux spécificités du mode de financement de l'immobilier au Japon. Une part importante de ce financement transite par des intermédiaires financiers non bancaires surexposés en

4. Degré d'exposition des banques dans le secteur immobilier et de la construction

En % des prêts du secteur privé

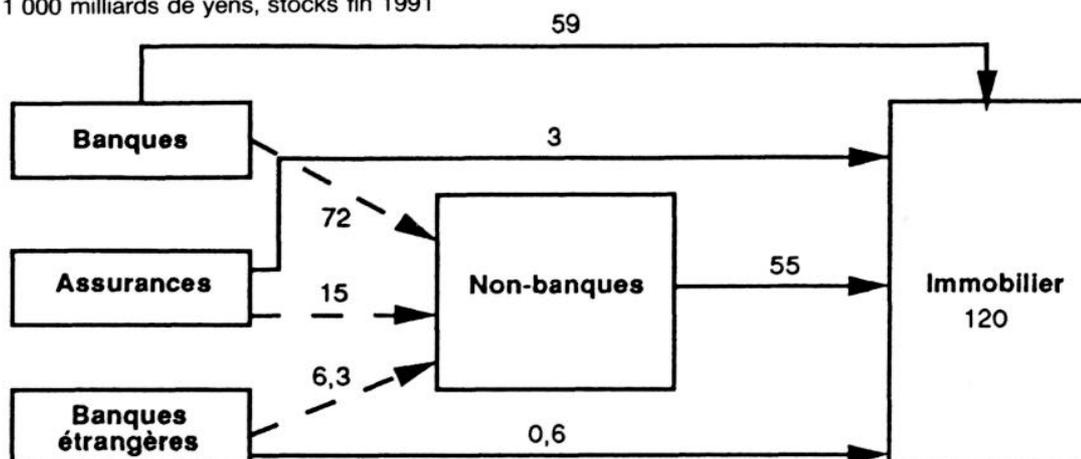
	1985	1990	1992	1994
Japon	14	24	18	18
Etats-Unis	31	41	43	43
Allemagne	42	39	37	40
France	29	31	30	—

Sources : FED, Bundesbank, Banque du Japon.

matière immobilière. Si l'on prend en compte cet élément, compte tenu des liens étroits entre banques et institutions non bancaires, que ce soit en tant que propriétaire ou prêteur principaux, le degré d'exposition voisine plutôt les 30 % (voir schéma).

Principales interdépendances financières liées aux prêts immobiliers au Japon

1 000 milliards de yens, stocks fin 1991



Source : Ministère des Finances.

Au sein des intermédiaires financiers non bancaires, les associations de crédit spécialisées dans l'immobilier (les jusens) font face à des difficultés massives à la suite de l'éclatement de la bulle financière. Leur passif est aujourd'hui supérieur au total de leur actif, dont plus de 60 % est douteux. La crise a atteint le stade de l'illiquidité, comme en témoigne en janvier la demande par la Sogo Junkin à ses créanciers de différer ses remboursements.

Les organismes financiers de prêts à l'agriculture, grands pourvoyeurs de fonds en direction des jusens (44,6 % de l'encours en novembre 1994) sont en seconde ligne en cas de propagation d'une crise d'illiquidité. Ces derniers ont déjà été conduits à restructurer la quasi-intégralité (près de 90 %) des prêts qu'ils avaient consentis aux jusens, soit 5,5 mille mil-

liards de yens, ce qui confirme bien l'ampleur des problèmes rencontrés à ce niveau.

Du côté des banques de petite et moyenne dimension, régionales, ou de crédit aux PME, qui ont été parmi les plus actives en matière de spéculation immobilière durant les années de surchauffe, peu d'informations circulent sur la qualité de leur actif. Certaines rencontrent des problèmes d'illiquidité, aggravés par le fait que la suspicion qui les entoure entraîne, pour un certain nombre d'entre elles, une diminution de l'encours de leurs dépôts.

Du côté des grands groupes, le poids des capitaux propres et les possibilités de fusions libèrent des marges de manœuvre. Mais le poids des pertes potentielles en proportion de leurs capitaux propres (tableau 5), ne les met pas à l'abri du risque d'insolvabilité, compte tenu, en particulier de la fonte de leur plus-values latentes. Dans le cas extrême où l'aide publique ne jouerait pas et où la Bourse demeurerait déprimée, la menace d'une contraction des fonds propres, par diminution des profits non distribués n'est pas à exclure. Même en éliminant ce cas extrême, une affectation des bénéfices d'exploitation au provisionnement, nécessiterait plusieurs années d'efforts pour apurer la situation (surtout dans le cas d'un maintien durable du Nikkei en dessous de la barre des

5. Balance entre fonds propres et pertes sur les créances douteuses
(21 principales banques japonaises*)

1 000 milliards de yens

(a) Capital	5,67		
(b) Réserves	5,12		
(c) Profits non distribués	10,84		
(d) Réserves pour perte	4,16		
(a) + (b) + (c) + (d) = (e)	25,8		
Plus values non réalisées			
(f) Nikkei 20 000	20,8	(e) + (f)	46,6
(g) Nikkei 18 000	15,4	(e) + (g)	41,2
(h) Nikkei 16 000	10,1	(e) + (h)	35,9
(i) Nikkei 14 000	4,7	(e) + (i)	30,5
(j) Nikkei 12 000	- 0,7	(e) + (j)	25,1
(k) Nikkei 10 000	- 6,0	(e) + (k)	19,8



Trillions de yens

Créances douteuses	Pertes sur créances	
35 à 40	dépréciation 60 %	21 à 24
	dépréciation 70 %	25 à 28



* 11 citybanks, 3 long term credit banks, 7 trust banks
Sources : Banque du Japon, Nomura.

14 000 à partir de laquelle les banques ne peuvent plus compter sur la liquidation des plus-values latentes pour accélérer le provisionnement). De plus, dès lors que le poids de l'ajustement repose sur les banques, la possibilité d'accroître les fonds propres par retenu sur profits est réduite, et avec elle la capacité de crédit dont les règles prudentielles imposent qu'elle n'excède pas une certaine proportion des fonds propres (ratio Cooke).

La fusion annoncée de la banque Mitsubishi avec la banque de Tokyo (qui réunies formeront le premier groupe bancaire nippon), montre bien que le système financier japonais est à la recherche de solutions nouvelles. Des rumeurs de fusions circulent également entre la Fuji et la Sanwa, ou encore IBJ-Sumitomo. Outre cet aspect de rationalisation des structures, qui participe à la profitabilité, les banques peuvent gérer leurs créances douteuses de trois manières :

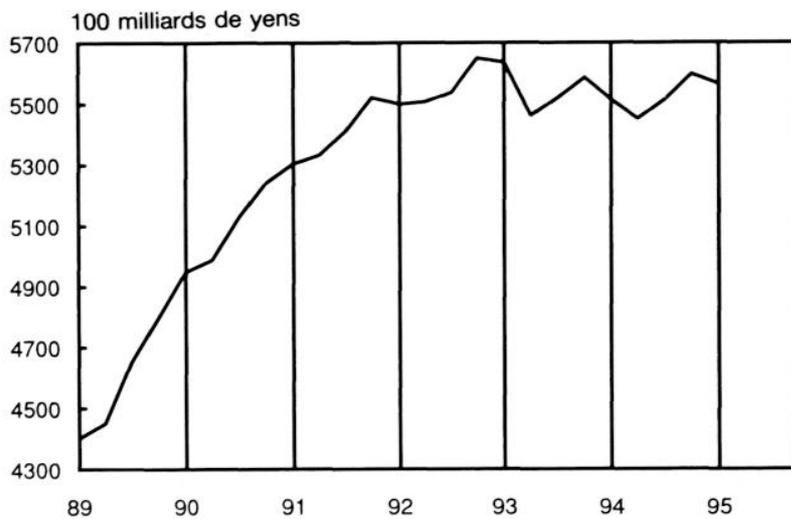
— Elles peuvent les céder à la Cooperative Credit Purchasing Corporation, organisme créé spécialement par le gouvernement. Mais bien que cette structure assure le portage des créances jusqu'à ce qu'elle parvienne à s'en dessaisir, les banques n'en continuent pas moins à répondre de toute nouvelle perte afférente à ces prêts.

— Elles peuvent passer des provisions pour dépréciation d'actif. C'est ce qu'a fait récemment et de manière spectaculaire la banque Sumitomo, première banque à annoncer des pertes consolidées avant impôts (de 322 milliards de yens), après la décision de passer 826 milliards de yens de dotation aux provisions sur créances douteuses.

— Elles peuvent, menant une politique de l'autruche, « oublier » le prêt, en ne comptant plus de taux d'intérêt. Avec cette dernière méthode, l'actif n'apparaît pas en tant que créance douteuse. Mais ce stratagème ne leur épargne pas un coût de portage qui nuit à leur rentabilité et limite leur capacité de crédit. Cette solution, qui a prévalu un premier temps, atteint aujourd'hui ses limites et les opérations « vérité » devraient se développer à l'instar de la banque Sumitomo.

Au regard de ces divers éléments, il est probable qu'une aide gouvernementale massive sera nécessaire, de plus grande ampleur encore que celle qui a sauvé les Caisses d'Epargne américaines. Rappelons qu'aux Etats-Unis, de 1988 à 1992, plus de 200 milliards de dollars ont été nécessaires pour renflouer les Caisses d'Epargne, soit 3 % du PIB de l'année 1992. Ceux qui sont favorables au libre jeu des mécanismes de marché, supposé éliminer les surcapacités financières, sont aujourd'hui rattrapés par le risque de plus en plus aigu de contagion, d'autant que les 860 milliards de yens de capitalisation de la Deposit Insurance Corporation, l'organe qui assure les dépôts bancaires, ne représentent que peu de chose face à l'ampleur des pertes potentielles des organismes financiers. Par ailleurs il reste à surmonter l'obstacle sérieux de la faiblesse chronique de la rentabilité des banques nippones, d'autant plus patente que ces dernières ont tardé à provisionner leurs risques.

L'utilisation des deniers publics pour sauver le système bancaire paraît aujourd'hui incontournable même si la Banque du Japon a démenti



15. Encours des crédits privés des banques commerciales

Source : Banque du Japon.

cette option dans un premier temps. Pour l'heure, le ministère a publié un document de 11 pages quelque peu elliptique, selon lequel les banques japonaises devaient régler le problème des créances douteuses en réduisant leur coûts et en augmentant leurs provisions. De plus le rôle de la Deposit Insurance Corporation, l'organe qui assure les dépôts bancaires serait étendu. La Banque du Japon pourrait aussi procurer des prêts à faible taux aux banques en difficulté, bien que le problème crucial soit une augmentation des capitaux propres de ces institutions. Face à l'urgence, il est clair que la faiblesse politique du gouvernement nippon ralentit un processus de sauvetage qui impliquerait le contribuable. Les attermoissements gouvernementaux autour du sauvetage de deux petites coopératives de crédit insolubles (la Tokyo Kyowa Credit et la Anzen Credit Bank), qui a buté sur les questions de financement, a souligné le risque de paralysie publique.



16. Ecart taux longs, taux au jour le jour au Japon

Source : OCDE.

Pour l'heure le recours à une politique accommodante de la Banque centrale sera le principal levier de redressement de la profitabilité bancaire. Comme aux Etats-Unis, les initiatives visant à accroître les marges d'intérêt sur les prêts tempèrent les difficultés présentes. Face à l'inertie publique, il est probable qu'une baisse supplémentaire du taux de refinancement sera envisagée. La pente des taux reflète donc plus les problèmes structurels du secteur financier, que la position cyclique de l'économie nippone (graphique 16).

... dans une économie dépassée par son succès

Le modèle Toyotiste a longtemps exercé un pouvoir de fascination. Basé sur la rapidité d'assimilation extrême des changements en terme de demande, de progrès technique, de qualité, il a bâti le succès industriel nippon. Le fonctionnement en flux tendus est devenu l'un des symboles de cette flexibilité extrême. Dans certains secteurs, l'industrie japonaise a non seulement rattrapé mais parfois dépassé les performances américaines. Mais le modèle s'est exporté et n'est plus le seul apanage de l'industrie nippone. C'est ce succès qui nourrit aujourd'hui l'inquiétude sur le devenir à long terme de la croissance. Le rattrapage s'est fait parfois au prix d'une sur-capitalisation des entreprises. Surtout, une fois arrivé à maturité, le processus ne condamne-t-il pas l'économie japonaise à des rythmes de croissance plus modestes ? Auquel cas le Japon ferait aujourd'hui le difficile apprentissage de la normalisation. Enfin, en s'adaptant trop vite aux conditions extrêmes que lui imposent les marchés des changes, l'économie nippone n'est-elle pas sur la voie d'une désindustrialisation qui pénaliserait le long terme ?

Rattrapage de productivité et essoufflement du potentiel de croissance

Selon l'OCDE, le niveau de productivité globale du Japon représentait à la fin des années quatre-vingt 80 % du niveau américain alors qu'il était un peu inférieur à 25 % au début des années cinquante. Il était devenu proche du niveau allemand. Autre indicateur de convergence en terme de développement, le ratio de capital par travailleur avoisinait la norme américaine.

Les évaluations dans ce domaine, compte-tenu des incertitudes qui entourent spécialement l'évaluation du stock de capital, sont fortement dispersées. Mais si le mouvement de convergence (essentiellement concentré entre 1950 et 1970) est clair, le niveau aujourd'hui atteint par la productivité globale, reste quelles que soient les études, sensiblement inférieur au niveau américain. Ces évaluations moyennes sur l'ensemble

de l'économie recouvrent de plus une grande dispersion sectorielle. Celle-ci est particulièrement marquée au Japon, économie traditionnellement qualifiée de duale, du fait de la forte concentration de ses performances productives sur certains secteurs. Le contraste d'efficacité des facteurs entre secteur secondaire d'une part, et secteurs primaire et tertiaire d'autre part, est particulièrement marqué. Au sein même des branches manufacturières, les inégalités sont grandes, opposant aux deux extrêmes l'industrie agro-alimentaire où le niveau de productivité globale est inférieur de plus de moitié à celui américain, et l'industrie de l'équipement et de l'outillage où la performance excède de plus de 20 % celle américaine.

Si jusque dans les années soixante-dix, le Japon s'est clairement démarqué par ses gains de productivité globale et la croissance de son potentiel, on assiste depuis lors à une progressive banalisation de ses performances au regard des autres pays de l'OCDE. Tandis que la productivité globale s'accroissait au rythme de 4,6 % l'an avant 1973, au lieu de 2,7 % pour la moyenne OCDE, elle ne s'accroît plus que de 0,9 % entre 74 et 79 puis 1,6 % durant la décennie quatre-vingt contre respectivement 0,8 % et 1 % dans les autres pays de l'OCDE (moyenne non pondérée). Le potentiel de croissance, encore estimé à plus de 8 % l'an au début des années soixante-dix, s'approche de 3 % l'an au début des années quatre-vingt-dix, à peine supérieur à la moyenne de l'OCDE.

L'essentiel du discours pessimiste sur le potentiel futur de croissance nippon s'appuie sur ces constats de long terme : la retombée progressive du potentiel nippon vers le taux moyen de l'OCDE conforte bien entendu le diagnostic de suraccumulation du capital au Japon, dont le stock continuait à s'accroître à la fin des années quatre-vingt, à un rythme qui aurait été compatible avec une expansion double de celle qui se dessine à moyen terme.

Mais la forte dispersion des performances de productivité entre secteurs, signalée plus haut, constitue le principal argument de réfutation de cette vision pessimiste. Il existe encore d'importants gisements de productivité inexploités au Japon, dans l'agriculture, les services et certaines branches manufacturières (en particulier l'habillement et l'agro-alimentaire). La déréglementation, par le levier de la concurrence est présentée par certains comme le moyen de les révéler. Mais ici, il est bon de souligner les limites d'un raisonnement, généralement valide sur longue période, associant gains de productivité et croissance potentielle, lorsque l'on veut l'appliquer au court terme.

Certains secteurs, aussi sous-productifs soient-ils, n'en sont pas moins fortement capitalisés (par exemple le secteur textile). Les salaires pratiqués ne sont pas non plus en rapport avec la productivité. L'ouverture à la concurrence de ces secteurs protégés et l'alignement de leurs performances en terme de productivité a donc toutes les chances d'entraîner (dans la mesure où les salaires ne sont pas parfaitement flexibles) des destructions d'emplois, des déclassements accélérés de structure, par faillite, et une faible accumulation de capital. Les gains de

productivité peuvent éliminer des postes de travail, sans conséquence favorable sur le potentiel de croissance à moyen terme. C'est là le risque principal d'une déréglementation poussée au Japon, risque qui doit toutefois être relativisé par la grande prudence des autorités publiques en ce domaine.

Les conséquences supposées positives d'un tel processus, en termes de débouchés externes, sont tout aussi réfutables, si l'on considère que les performances sur les marchés externes s'appuient, pour partie, sur la pratique d'une double tarification externe et interne, qu'autorise l'opacité du marché intérieur nippon.

Le système de distribution, brèche dans la forteresse Japon

Le système de distribution japonais est en mutation rapide sous l'impulsion des consommateurs et des évolutions réglementaires. S'il est un domaine où la déréglementation n'est pas illusoire c'est bien celui-ci. Des éléments que l'on aurait pu croire immuables, tels la longueur des circuits, la complexité des relations entre acteurs, la persistance de pratiques commerciales discriminatoires, se trouvent aujourd'hui mis en question : les circuits se simplifient, l'autonomie des détaillants s'accroît, la concurrence par les prix s'intensifie ⁽¹⁾.

Le nombre de points de vente au détail par habitant au Japon a toujours dépassé et dépasse encore les ratios des pays occidentaux (13,2 magasins pour mille habitants, au lieu de 6,5 aux Etats-Unis, 8,7 en France). Le secteur de l'alimentation, en particulier, se caractérise par une grande dispersion en petites unités, réseau dense de petits magasins familiaux, qui garantissait jusqu'ici un emploi et des revenus complémentaires aux personnes âgées. Le dernier recensement quinquennal pour 1994 dans le commerce de détail, publié en juin 1995, rend compte de la mutation rapide de la distribution. De 1991 à 1994 le nombre de points de vente de détail chute de 6,6 % pour atteindre 1,5 million d'unités, soit le chiffre le plus bas depuis que le recensement existe (1952).

Ce déclin s'explique essentiellement par la fermeture des magasins familiaux traditionnels « pop and mom » de un à deux employés. Leur nombre décroît de 10 % en l'espace de quatre ans, confirmant une tendance déjà amorcée lors du précédent recensement.

Mais la principale nouveauté dans la distribution japonaise est l'émergence de nouveaux acteurs et de nouvelles méthodes de vente. Les supermarchés, apparus en 1960, connaissent une nouvelle vitalité après

(1) Voir en particulier, l'étude spéciale publiée par le Service économique et commercial de l'ambassade de France publiée en juin 1994 : « L'Evolution rapide de la distribution japonaise : opportunités à saisir pour les entreprises françaises ».

la révision de la loi sur les grandes surfaces qui limitait les possibilités d'implantation (1991). En 1990, alors qu'il y avait un supermarché pour 10 000 américains, il n'y en avait qu'un pour 100 000 japonais. Leur nombre s'est accru de 18,1 % depuis 1991, sous l'impulsion en particulier de la grande chaîne DAIE qui pratique le discount à grande échelle et ébranle les pratiques traditionnelles. Les supermarchés de petite taille généralistes ouverts 24 heures sur 24 connaissent également un vif essor, en augmentation de près de 16 % par rapport à 1991.

Confirmant ce mouvement de concentration, les centres commerciaux, dont l'implantation est encouragée par le gouvernement et permet parfois la reconversion du petit commerce, ont un succès croissant. Les « home center », tout particulièrement, magasins de bricolage et d'articles pour maison, au nombre de 2 274, progressent de 68,8 % par rapport au précédent recensement. Enfin les petits discounters spécialisés dans des articles importés prolifèrent, même s'ils ne représentent encore qu'une faible part du total du chiffre d'affaire du commerce de détail.

Ces changements remettent en cause les circuits traditionnels d'approvisionnement. La capacité de stockage quasi-inexistante des petits magasins, expliquait en partie jusqu'à maintenant la cascade des intermédiaires. Avant d'arriver chez le détaillant, le produit passait entre les mains de plusieurs grossistes (dans la plupart des cas, un grossiste généraliste et un grossiste spécialisé auxquels venait s'ajouter souvent un grossiste local). Le grossiste, en plus de son rôle traditionnel de livraison, fournit un certain nombre de services en matière de gestion de stocks, aide financière, livraisons fréquentes en petites quantités, reprise des invendus... autant de fonctions que le petit détaillant n'est pas en mesure de remplir et qui expliquent l'importance des marges prélevées à chaque étape.

Les relations entre acteurs sont enfin marquées par l'existence d'accords de Keiretsu, liant points de vente et producteur. Le producteur contrôle les circuits de distribution en créant ses filiales de vente, des contrats d'exclusivité pouvant lier un fabricant avec certains grossistes. Pour les produits importés s'ajoutait le passage par sa Sogo Shosha (maison de commerce).

Ces relations privilégiées sont aujourd'hui ébranlées comme en témoigne le déclin et la reconcentration des grossistes. Court-circuités de plus en plus fréquemment, leur nombre a baissé de 7 % en cinq ans (429 000 centres). Parallèlement à ce mouvement se développe la pratique de l'importation directe et une inversion du rapport de force entre distributeurs et producteurs qui perdent la maîtrise de la fixation des prix.

Un Yen qui veut faire bloc contre la bulle

Doit-on voir aujourd'hui dans l'internationalisation du yen et l'émergence progressive d'un « bloc yen » les raisons structurelles et exogènes

de son irrémédiable ascension ? Cet argument est de plus en plus souvent avancé pour expliquer un mouvement qui défie les modèles standards. L'Endaka correspondrait à un mouvement de fond irréversible, que justifierait une préférence accrue pour le yen en tant que monnaie de facturation et expliquerait un déplacement progressif et durable des réserves en sa faveur. A l'opposé, n'assiste-t-on pas plutôt à un phénomène de bulle spéculative, qui modifie temporairement et de manière réversible le positionnement des agents face à la devise nippone ? L'internationalisation du yen est d'ailleurs présentée par les autorités nippone, moins comme un processus en devenir, que comme un objectif à atteindre afin de réduire la volatilité des changes, par l'achèvement d'un système monétaire tripolaire plus équilibré.

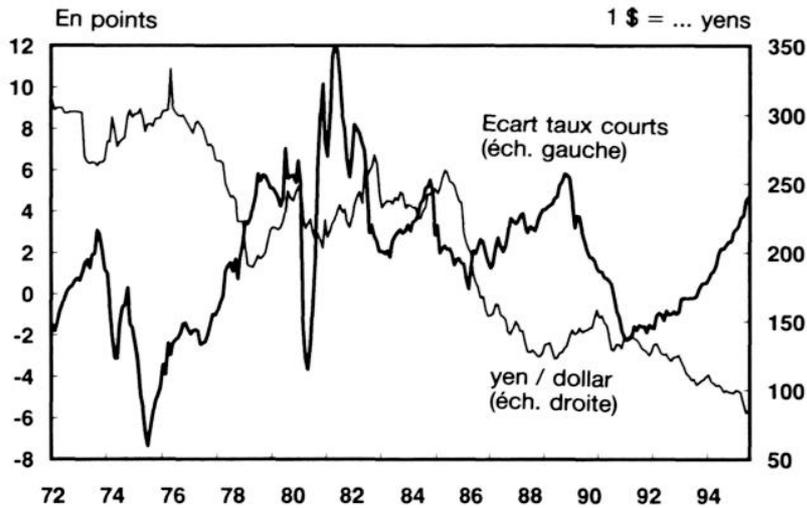
Les bulles n'existent paradoxalement que lorsqu'elles éclatent, en matière financière du moins. On cherche cependant en vain aujourd'hui, un schéma théorique susceptible de justifier le cours actuel de la monnaie nippone. Parité de pouvoir d'achat, parité de taux d'intérêt, jouent à l'opposé des mouvements actuels (graphiques 17a et 17 b). Les modèles de surajustement ne permettent plus eux même de justifier une déviation de plus de 50 % par rapport à la parité de pouvoir d'achat.

Deux facteurs principaux semblent aujourd'hui pousser à la hausse la devise nippone, si l'on tente de décrypter les croyances des marchés de change :

— La croyance en un trend haussier de la devise nippone qui ne s'est pas démenti depuis les années soixante. Mais ce trend, qui pouvait trouver un fondement réel dans le décalage de performance en terme de productivité avec les autres pays de l'OCDE est difficilement justifiable aujourd'hui en dehors d'un raisonnement chartiste.

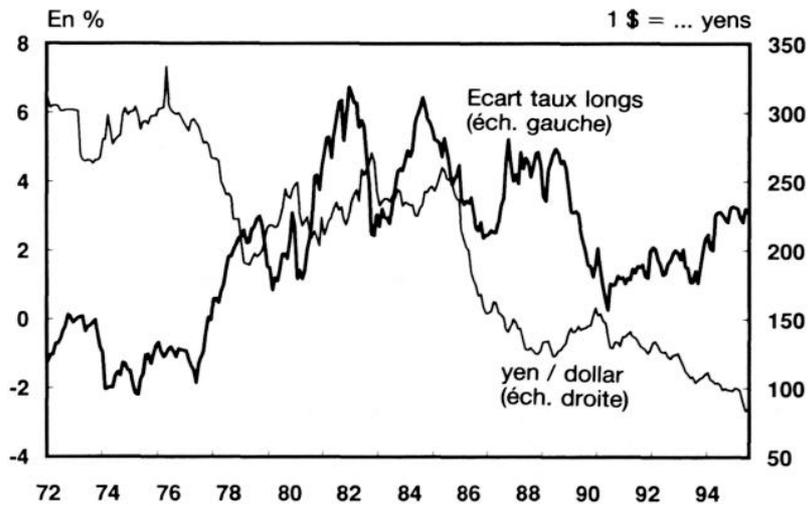
— La persistance d'un excédent nominal du Japon vis-à-vis de ses principaux partenaires, qui ancre dans les esprits l'idée d'une sous évaluation du yen au regard des équilibres externes. Mais dans la mesure où cette hausse continue gomme pour partie les effets de volume liés aux pertes de marché des produits nippons, un cercle vicieux de hausse s'engage.

Malgré tout, face à ce qui ressemble de plus en plus à une aberration, des tentatives de justifications plus solides voient le jour. Un argument majeur consiste à évoquer la rareté relative du yen par rapport au dollar. Dans un pays où le crédit est en panne depuis trois ans, le rythme ralenti de création monétaire contraste avec la vitalité du crédit outre-Atlantique. Ce déséquilibre se serait reporté sur le marché des changes d'autant plus vivement que la propension des agents privés bancaires et non monétaires nippons à réinvestir leurs balances dollar sur le marché américain a faibli au cours des années récentes. Soucieux de diversifier les risques liés à leur portefeuille international, les investisseurs nippons délaissent la devise américaine, sur laquelle ils sont surexposés (graphique 18). En effet, la constitution de balances dollar liée au déficit commercial ne stabilise le taux de change que s'il s'accompagne d'un désir équivalent des non résidents de détenir des actifs libellés en



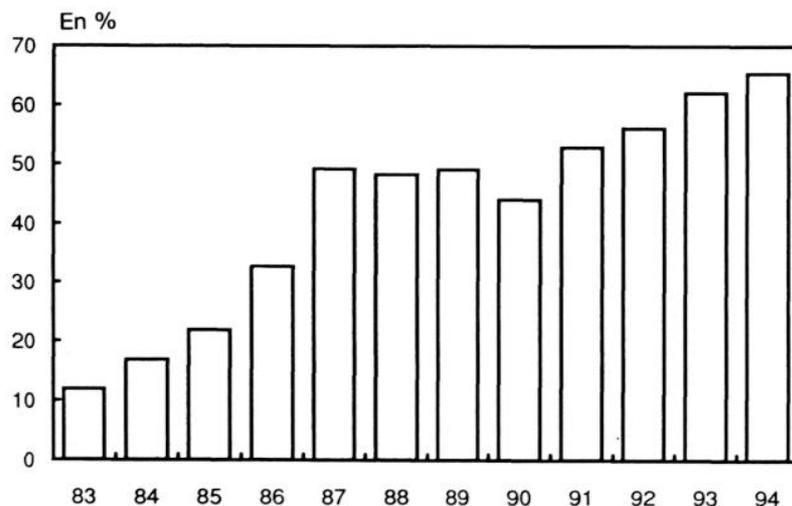
Source : OCDE.

17a. Différence entre taux courts américain et japonais et taux de change yen / dollar



Source : OCDE.

17b. Différence entre taux longs américain et japonais et taux de change yen / dollar



Source : Département International de la Banque du Japon.

18. Part des avoirs internationaux à court terme en yen des banques japonaises

dollars. Le terme de l'année fiscale 1994, période où les entreprises et les banques nippones bouclent leur comptes est particulièrement révélateur des mécanismes déstabilisateurs qui se mettent en place aujourd'hui. Le besoin de liquidités, ou la nécessité pour les banques de réaliser certaines plus-values, ou encore de réduire leurs avoirs pour se conformer aux règles prudentielles liées au ratio Cooke, a provoqué un brutal excès d'offre de dollars sur le marché des changes, qui a précipité sa chute.

Au delà de cet arbitrage nippon, existe-t-il un désir croissant durable, et non spéculatif de détentions de yens de la part des investisseurs et des Banques Centrales étrangères qui serait le reflet d'une montée en puissance du statut international du yen et de l'émergence d'un « bloc yen » ? Les éléments empiriques appuyant cette thèse sont encore ténus.

Sur le marché des obligations internationales, le compartiment du yen a certes connu un essor sans précédent l'an dernier. Selon la B.R.I., l'encours des obligations libellées en yens est passé de 12,4 % en décembre 1992 à 17 % en mars 1995, tandis que la part du dollar déclinait de 40,3 à 33,3 %. Pour la première fois en 1994, les émissions

6. Emissions brutes d'obligations internationales en yens

Milliards de yens

	1990	1991	1992	1993	1994
OCDE	3 839	4 816	4 158	5 345	6 825
Australie	127	93	30	20	441
Autriche	51	140	130	60	251
Belgique	16	100	75	—	102
Canada	226	139	—	20	349
Danemark	209	61	—	60	96
Finlande	368	137	181	225	107
France	404	145	—	47	228
Allemagne	51	95	—	180	751
Grèce	106	190	220	270	255
Irlande	30	33	55	10	50
Italie	174	30	—	215	975
Japon	1 054	3 249	2 574	2 880	1 394
Espagne	45	—	240	—	263
Suède	298	80	15	586	709
Turquie	10	19	190	240	75
Royaume-Uni	151	20	—	20	87
Etats-Unis	136	25	36	188	327
Institutions Européennes	140	120	240	151	50
Divers	243	140	172	173	316
Pays en développement dont :	65	185	155	385	545
Chine	—	35	115	135	130
Corée du Sud	25	115	40	119	219
Europe centrale et orientale	25	60	30	225	85
Organisations Internationales de développement	470	455	854	675	423
Non alloué	—	—	4	10	34
TOTAL	4 399	5 516	5 201	6 640	7 912

Source : OCDE.

en yens (47,4 milliards de dollars) ont dépassé les émissions en dollars (41,5 milliards de dollars). Mais surtout, cette progression est le fait des entités étrangères et non pas des résidents japonais qui étaient jusqu'ici les principaux émetteurs internationaux (tableau 6). En 1994, les entités étrangères ont émis 6 520 milliards de yens (soit près de 65 milliards de dollars au taux de change courant et en termes bruts), ce qui représente la moitié des émissions en dollars sur la même période (au lieu de 25 % de 1990 à 1993).

Ce mouvement résulte, du côté des emprunteurs internationaux, de l'intérêt suscité par la faiblesse des taux de rendement. De nombreux pays européens (tout particulièrement l'Italie, l'Allemagne) mais également les Etats-Unis, l'Australie, et le Canada ont levé d'importants fonds en yens, essentiellement à taux fixe.

Ce mouvement a rencontré la volonté des investisseurs institutionnels japonais de se repositionner sur leur monnaie pour réduire le risque de change associé à une excessive concentration de leurs avoirs étrangers sur le dollar. Cette inflexion a été encouragée par l'évolution de la réglementation : en janvier 1994, le délai de 90 jours imposé aux investisseurs nippons pour l'achat d'euro-obligations en yens émises par les gouvernements étrangers et les organismes internationaux a été aboli, levant un obstacle important à ce type d'investissement.

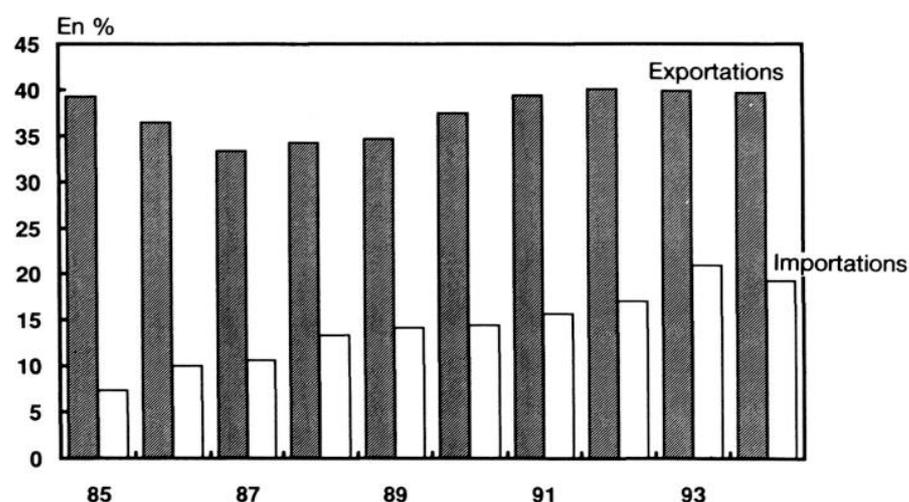
Cependant, les arbitrages entre monnaies de support sont très volatiles sur les euro-marchés et l'attrait présent du yen n'implique pas forcément l'amorce d'un mouvement durable d'internationalisation. Que les emprunts en yens sur les euro-marchés explosent, ne signifie pas que le désir de détention de cette devise augmente en parallèle. A la limite, ce mouvement peut être préjudiciable pour la parité s'il entraîne un surcroît d'offre non désiré de la devise empruntée sur le marché des changes. Pour qu'une monnaie acquière un statut international, encore faut-il que se développe le désir de la détenir pour elle même, en tant qu'unité de réserve. Ce motif de détention est d'autant plus intense, que sa part dans les échanges de marchandises est lui même important, limitant ainsi partiellement la volatilité de son pouvoir d'achat. Il croîtra également avec l'intérêt des partenaires commerciaux à s'indexer sur cette devise clé, constituant ainsi une zone monétaire et commerciale stable. Cette indexation implique alors un accroissement des réserves pour réguler la parité. Ce sont ces divers éléments qu'il faut étudier avant de relier l'Endaka à l'internationalisation de la devise nippone.

Entre 1985 et 1993, la structure mondiale des réserves obligatoires a peu évolué. La part du yen progresse d'à peine un point passant de 8 à 9 %. Cette inertie déçoit ceux qui entrevoyaient au début de la décennie quatre-vingt l'émergence rapide d'un système monétaire tripolaire rééquilibré par un déclin inexorable du dollar. La devise nippone voit même sa part chuter de 26 à 22 % dans les réserves des pays asiatiques de 1985 à 1993.

Cette inertie est bien le reflet de la relative incapacité (et l'absence de volonté) du Japon à imposer sa devise en tant que monnaie de factura-

tion dans ses échanges extérieurs. Loin de la référence que constitue la règle de symétrie de S. Grassman (deux tiers des exportations libellées en monnaie locale et deux tiers des importations en devises), les exportations nippones n'étaient libellées qu'à hauteur de 40,3 % en yen en septembre 1994 (graphique 19). Cette proportion n'a que peu progressé depuis le milieu des années quatre-vingt rompant avec la tendance qui avait porté cette part de moins de 1 % en 1970 à 29,4 en 1980 puis 39,3 % en 1985. La montée de la facturation des importations en monnaie locale est en revanche plus continue sur la période récente, puisque de 2,4 % en 1980 cette proportion atteint 7,3 % en 1985 puis près de 20 % en 1994. Le phénomène paraît relever essentiellement du développement des relations commerciales entre maison mère et filiales d'entreprises japonaises, délocalisées sur les marchés asiatiques en particulier.

19. Part du commerce extérieur japonais libellé en yens



Source : Ministère des Finances.

Cependant, plusieurs éléments incitent à penser que les conditions de l'émergence d'un « bloc yen » se mettent progressivement en place. Jusqu'à présent, les pays asiatiques ont lié leur monnaie au dollar de manière rigide dans le cas de Hong Kong, souple pour les autres. Pour certaines de ces économies, qui opèrent à la limite de leurs capacités, le surcroît de demande extérieur lié à la dépréciation du dollar porte un risque inflationniste renforcé par la part accrue des produits nippons dans leurs importations (de l'ordre de 25 %) : Hong Kong affiche par exemple un taux d'inflation de 8,1 % en 1994 alors que Singapour, dont la politique d'arrimage a été plus souple, maintient son inflation à 3,5 %. En moyenne pour l'ensemble de la zone, la hausse des prix de détail passe de 8,1 % en 1993 à 11,5 % en 1994. Une autre motivation principale à cette évolution est que la part de la dette à long terme des pays asiatiques libellée en yens a augmenté fortement pour atteindre 35 % de l'encours de 1992 au lieu de 9 % en 1970. En conséquence, ces pays subissent un alourdissement du service de leur dette qui les handicape. Déjà, les Philippines ont exigé le rééchelonnement de leur remboursement et pourraient être suivies par la Malaisie, l'Indonésie et la Chine.

En Asie, les Banques centrales de Malaisie et de Thaïlande ont annoncé en avril leur intention d'augmenter leur part des réserves en

yens. La Corée a récemment réévalué le Won vis-à-vis du dollar tandis que la Thaïlande envisage de modifier la composition du panier de devises qui lui sert de référence, en augmentant la part du yen au détriment du dollar (80 % actuellement).

En considérant ces éléments, le mouvement n'est pas d'une ampleur et d'une rapidité telle qu'il expliquerait un changement fondamental du statut du yen comme monnaie internationale, et avec lui de sa valeur. Tout au plus peut-on déceler les prémices d'une telle évolution. Encore celle-ci s'inscrit-elle dans le long terme, avec une probabilité faible. A l'inverse, en réaction à l'Endaka, pour réduire la volatilité de sa monnaie, et accélérer l'intégration commerciale de la zone asiatique, le gouvernement japonais affiche la volonté de promouvoir cette internationalisation. Mais il ne s'agit pour l'heure que de déclarations d'intentions sans contenu concret. Dans une conférence ministérielle du mois d'avril, le gouvernement a tout au plus indiqué qu'une plus large facturation du commerce en yen et qu'une coordination renforcée avec les autorités monétaires des pays asiatiques serait « bienvenue ». On est donc loin de mesures concrètes, qui pour favoriser l'usage du yen comme support des réserves, impliquerait la levée des entraves à sa détention. Cela passe à la fois par un allègement des procédures et de la fiscalité pesant sur les transactions. Surtout, une telle évolution suppose une diversification des produits servant de support au yen, en particulier le développement de titres à court terme privés mais surtout publics.

Hormis la volonté de diversification des monnaies de support par les investisseurs nippons, les éléments qui sous-tendent l'appréciation du yen apparaissent fragiles et réversibles. Cela suggère que la montée inexorable du yen a probablement un contenu spéculatif non négligeable. Les effets liés à la mise en œuvre de forces de rappel sont donc à envisager, même si à court terme, la volonté des banques centrales (en particulier du Japon) de se désengager du dollar, pour réduire une surexposition liée à leurs interventions de soutien, peut retarder l'échéance.

Pour l'heure, il est clair que les détenteurs en dernier ressort des balances en yens (créées par le comportement d'emprunt des non résidents sur les euro-marchés et la réorientation de l'actif bancaire nippon), qui acceptent in fine ce risque de change, jouent la hausse du yen. Mais ces mêmes balances peuvent armer une spéculation de sens contraire au cas où des nouvelles viendraient retourner le sens de ces anticipations. Une injection massive de liquidités pour sauver les intermédiaires financiers pourrait être l'un de ces catalyseurs par exemple. Il est probable malgré tout, qu'une telle hypothèse ne sonne pas le « grand soir » de la finance internationale :

— A priori, dans un premier temps, l'appréciation de l'actif étranger des banques liée à la dépréciation du yen poserait avec encore plus d'acuité la question de la faiblesse des fonds propres des établissements de crédit. Les banques seraient donc incitées à réduire leurs avoirs sur l'étranger et capitaliser les plus values réalisées afin d'accroître leurs

fonds propres. Sur les marchés étrangers, l'obligation des banques de se désengager aurait dans l'immédiat des conséquences haussières sur les taux d'intérêt de long terme, en particulier aux Etats-Unis, surtout si le mouvement de repli est brusque et ample.

— Si ce reflux demeure contenu, il faut prendre également en compte, le fait que le retour à des termes de l'échange moins aberrants, révélerait des déséquilibres commerciaux et donc d'épargne moins marqués qu'ils n'apparaissent aujourd'hui. La contraction nominale du déficit des paiements américains, concurremment au reflux de l'excédent japonais, réduirait la dépendance financière entre le Japon et les Etats-Unis et en conséquence l'impact haussier sur les taux d'intérêt.

— Par ailleurs, il est probable que le rapatriement de leurs plus values de change par les banques nippones, faciliterait le nettoyage de leurs actifs douteux.

Le vrai danger aujourd'hui, pour l'équilibre financier international, réside dans l'apparition d'une crise d'insolvabilité des intermédiaires financiers nippons, dans un contexte de yen surévalué. La déflation au Japon serait aggravée, les déséquilibres d'épargne entre nations se renforceraient, tandis que leur financement serait rationné par les intermédiaires nippons acculés à liquider une partie de leur actif étranger. La faiblesse des rendements financiers à l'intérieur de l'archipel s'en trouverait accentuée, exacerbant les problèmes de débouchés rémunérateurs pour les intermédiaires. Un véritable cercle vicieux de hausse additionnelle de la devise nipponne peut alors s'engager, dont les conséquences peuvent être très déstabilisatrices.

L'enchaînement des événements envisagés, peut, on le voit, changer du tout au tout la configuration des taux de changes et des tensions financières internationales. Dans le cas où les forces de rappel joueraient en premier et de manière contenue sur les marchés des changes, ramenant en douceur la parité effective du yen à un niveau moindre, les difficultés internes du Japon pourraient s'atténuer, sans douleur excessive pour ses partenaires à court terme. Dans le cas où le reflux du yen serait violent, prenant les allures d'un éclatement de bulle spéculative, l'impact serait très déstabilisant sur les marchés financiers tiers. Enfin, dans le cas extrême où les autorités japonaises laisseraient exploser la crise financière, le coût serait élevé aussi bien pour le Japon que pour ses partenaires. Dans le contexte actuel, le gouvernement japonais n'a pas de fortes incitations à jouer la sagesse budgétaire, ni à faire montre d'une orthodoxie susceptible de crédibiliser sa devise. S'il veut que les arbitrages des banques résidentes cessent de contribuer au renforcement du yen, il doit s'attaquer activement à résorber la crise d'insolvabilité qui menace son système financier, par le renflouement des intermédiaires les plus faibles.

Une délocalisation guidée par l'urgence et qui craint le boomerang asiatique

L'insertion de l'économie japonaise dans l'économie mondiale connaît des changements profonds au cours des dernières années. Depuis les

accords du Plaza en 1985, un profond mouvement d'internationalisation affecte aussi bien la production privée, que les comportements de consommation, les interdépendances financières privées ou publiques.

Le vif développement de l'investissement direct à l'étranger initié par le secteur productif est l'un des aspects les plus frappants de cette

7. Investissement direct japonais à l'étranger

100 millions de \$, années fiscales

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Amérique du Nord	55	104	154	223	339	272	188	146	153	178
Asie	14	23	49	56	82	71	59	64	66	97
Europe	19	35	66	91	148	143	94	71	79	62
Amérique latine	26	47	48	64	52	36	33	27	34	52
Océanie	5	10	14	27	46	42	33	24	20	14
Afrique	2	3	3	7	7	6	7	2	5	3
Moyen Orient	0	0	1	3	1	0	1	7	2	3
TOTAL	122	223	334	470	675	569	416	341	360	411

Source : Ministère des finances.

8. Orientation géographique de l'investissement direct japonais

En %, années fiscales

	Cumul 1951-1994	1989	1990	1991	1992	1993	1994*
Asie NEI	7	7,3	5,9	5,3	5,8	6,7	6,7
Corée du Sud	1,1	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7	1,0
Taiwan	0,9	0,7	0,8	1,0	0,9	0,8	0,5
Hong Kong	3,0	2,8	3,1	2,2	2,2	3,4	3,6
Singapour	2,0	2,8	1,5	1,5	2,0	1,8	1,6
ASEAN	6,9	4,1	5,7	7,4	9,4	6,7	7,7
Indonésie	3,6	0,9	1,9	2,9	4,9	2,3	3,7
Malaisie	1,3	1,0	1,3	2,1	2,1	2,2	1,7
Philippines	0,5	0,3	0,5	0,5	0,5	0,6	0,9
Thaïlande	1,5	1,9	2,0	1,9	1,9	1,6	1,4
Chine	1,7	0,6	0,6	1,4	3,1	4,7	6,7
Total Asie du Sud-Est	15,6	12,0	12,2	14,1	18,1	18,1	21,1
Etats-Unis	41,8	48,1	45,9	43,3	40,5	40,9	38,8
Europe	19,7	21,9	25,1	22,5	20,7	22,0	17,0

* 1er semestre : avril - septembre 1994

Source : Ministère des finances.

internationalisation accélérée. Globalement, l'investissement à l'étranger a connu une forte croissance jusqu'à l'aube des années quatre-vingt dix. Depuis lors il a sensiblement décliné. Mais ce recul est concentré sur les Etats-Unis et l'Europe. En revanche, l'implantation des entreprises japonaises au sein de la zone asiatique confirme par sa vigueur l'affirmation d'une préférence régionale des investisseurs nippons (tableaux 7 et 8).

Les raisons d'un déclin de l'investissement direct en direction des Etats-Unis ou de l'Europe sont aisément cernables. La montée des frictions commerciales avec les Etats-Unis pour certains produits de grande consommation, a motivé au cours de la décennie quatre-vingt l'option d'une production locale outre-Atlantique particulièrement marquée dans les domaines de l'automobile et de l'équipement électronique. Puis le déclin de la profitabilité des entreprises japonaises depuis 1990, et le ralentissement de la demande intérieure américaine ont grevé le mouvement. En Europe, les perspectives du marché unique ont encouragé dans un premier temps une délocalisation des mêmes activités de production, cheval de Troie de ce qui risquait de devenir la « forteresse Europe ». Puis le déclin de la rentabilité de ces investissements durant la récession, et la perte de confiance en les effets stimulants du marché unique a freiné le mouvement.

L'investissement en Asie n'a en revanche été que peu atteint par le déclin de la profitabilité des entreprises nippones, et connaît un nouveau regain avec le redressement de cette dernière. Une relative préférence régionale s'est donc clairement dessinée au cours des dernières années comme en témoigne le nombre de filiales d'entreprises japonaises créées à l'étranger entre 1987 et 1992 : 745 filiales en Asie (au lieu de 228 de 1981 à 1986) 379 en Amérique du Nord (au lieu de 198 de 1981 à 1986), 244 en Europe (au lieu de 93 entre 1981 et 1986). D'après les enquêtes réalisées auprès des entreprises délocalisatrices, il est clair que ce déplacement d'intérêt s'appuie sur une confiance de long terme dans le dynamisme des marchés régionaux.

Cependant la délocalisation en Asie est loin de constituer un mouvement uniforme dans le temps et dans l'espace : elle est marquée par un déplacement géographique des NEI (Nouvelles Economies Industrialisées) vers l'ASEAN puis plus récemment vers la Chine. Son contenu glisse aussi progressivement d'activités de main-d'œuvre vers d'autres plus capitalistiques.

Les progrès de l'industrie japonaise en Asie ont d'abord visé les pays les plus développés (Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour). Dans un premier temps, l'investissement s'est tourné vers les zones les plus proches, disposant d'une main d'œuvre abondante et qualifiée, et d'un risque politique réduit. Une préférence accrue pour les pays à plus faible coût de main d'œuvre, de l'ASEAN et de Chine s'est ensuite affirmée. L'industrie cherche ainsi à se prémunir contre la hausse de ses coûts unitaires consécutive à l'appréciation du yen. Des pays comme la Thaïlande, l'Indonésie ou la Malaisie supplantent aujourd'hui les NEI, du

fait de l'évolution comparée des salaires réels. Ces derniers, qui ne représentaient qu'un cinquième du niveau japonais en 1986 dans les NEI, atteignent aujourd'hui un tiers, alors que dans l'ASEAN, ils demeurent de l'ordre du vingtième de ceux pratiqués sur l'Archipel.

Depuis le début de la décennie quatre-vingt dix, la rapide montée en puissance de l'investissement vers la Chine constitue le phénomène le plus remarquable. Ce pays est devenu la première zone d'attraction de l'investissement direct en Asie, représentant environ un tiers de l'investissement dans cette zone et près de 7 % de l'investissement total du Japon à l'étranger.

Un effet d'entraînement qui peut se muter à terme en effet d'éviction

L'ampleur des flux d'investissement direct conduit à s'interroger sur l'impact interne de cette création d'implantations à l'étranger. Le risque d'un « évidement » de la structure industrielle localisée au Japon est

9. Répartition par région et par secteur de l'investissement direct japonais

En %, flux cumulés avril 1951-mars 1994

	Amérique du Nord	Europe	Asie
Produits de base	1,9	2,5	13,5
Agriculture et forêt	0,3	0,1	0,6
Pêche	0,2	0,0	0,5
Mines	1,4	2,4	12,4
Manufacturier	29,5	23,2	42,6
Agro-alimentaire	1,5	0,7	2,3
Textiles	0,6	1,5	3,9
Bois	1,4	0,2	1,0
Chimie	3,6	3,1	7,1
Non-ferreux	2,8	9,7	5,5
Equipements	2,8	3,8	3,8
Electronique	7,7	6,8	9,7
Véhicules	3,6	4,0	3,5
Services	67,7	71,5	42,1
Construction	0,9	0,3	1,6
Commerce	12,4	13,2	9,0
Finance	13,6	36,7	9,6
Services	16,1	7,1	10,9
Transport	0,6	0,5	2,7
Immobilier	23,0	12,3	6,0
Divers	0,9	2,8	1,8
	100	100	100

Source : Ministère des finances.

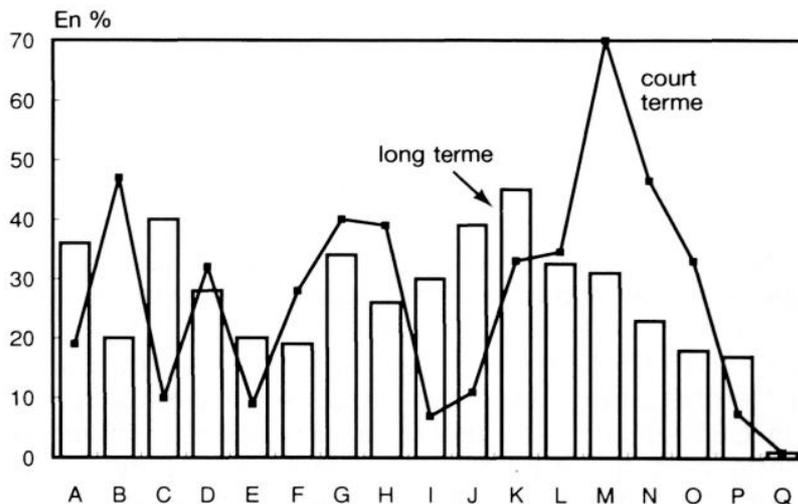
fréquemment évoqué, le plus souvent en termes négatifs. Le déplacement des établissements productifs à l'étranger pourrait ainsi ralentir la croissance des capacités nippones. Le fort contenu manufacturier des investissements en Asie a incontestablement exacerbé cette inquiétude (tableau 9). Pour en juger, encore faut-il clairement cerner les interdépendances qui se nouent entre maisons-mères et filiales. L'investissement direct n'est pas un facteur de baisse de la production si les relations de complémentarité l'emportent sur celles de substitution. Il peut-être un levier de développement pour certaines branches. Les revenus qu'il engendre doivent également être pris en compte avant de conclure à un effet récessif.

La restructuration de la production nipponne autour des pôles où les avantages comparatifs sont les plus élevés ne devrait pas en soi rendre pessimiste à long terme. Le Japon possède actuellement un excédent de capacité sur son territoire national. En regard, seuls 6 % de sa production globale sont délocalisés au lieu de 24 % pour les Etats-Unis ou près de 20 % pour l'Allemagne. Il y a donc incontestablement un aspect de rattrapage dans le fort courant d'investissement à l'étranger. Dans un contexte de rareté relative de la main-d'œuvre, le déplacement de la production vers des secteurs à forte valeur ajoutée est favorable à la productivité et au revenu des facteurs. Il devrait être interprété comme un élément clé de la capacité d'adaptation nipponne. L'industrie garde la maîtrise de la production de biens intermédiaires élaborés, et le développement de l'industrie à l'étranger en amont et en aval du processus intermédiaire de production, capte des ressources devenues rares au Japon (travail et matières premières). Les dépendances créées constituent un levier de croissance pour l'Archipel. Il faut de plus prendre en compte le fait qu'en délocalisant certains secteurs voués au déclin sur leur territoire, les agents résidents rapatrient des profits, qui participent à l'enrichissement national.

Ce point de vue macro-économique est enrichi au niveau micro-économique par la recherche d'une organisation optimale par les groupes nippons. Au sein d'une économie globalisée, la structure en réseau « réticulaire » est la mieux à même de lutter contre les déséconomies d'échelle inhérentes à une concentration excessive. Sans pousser plus loin cette allusion à la théorie des réseaux, qui met l'accent sur la qualité d'information que procurent des structures déconcentrées par rapport à des structures excessivement hiérarchisées et centralisées, notons simplement que cette analyse est très implantée dans la culture d'entreprise nipponne. La stratégies de long terme de l'industrie automobile, en particulier, se réfèrent à ces notions : proximité, flexibilité, déconcentration, recherche « d'économies d'envergure » guident les grandes options stratégiques. Elle pousse en particulier à diversifier les programmes en fonction des particularismes locaux. L'impératif de « réactivité », qui est au cœur du « Toyotisme », et signifie pour la firme une capacité de modifier rapidement les ressources de production, de répondre rapidement aux exigences de la clientèle (par des délais raccourcis de conception, de production et de livraison) a constitué un important aiguillon à la diversification internationale de l'industrie nipponne.

Ces deux composantes (macro-économique et micro-économique) sont incontestablement présentes dans la stratégie à long terme de déploiement international des entreprises nippones orchestrée en partie par le MITI. Concernant le secteur électronique, par exemple, l'évolution de la structure de production à partir du milieu des années quatre-vingt, en faveur de l'informatique et des composants à haute valeur ajoutée et aux dépens de la production traditionnelle de l'électronique grand public, ouvrait la porte à une gestion planifiée et stratégique à l'échelle mondiale de délocalisation des produits standardisés. On peut malgré tout se demander si les impératifs de court terme inhérents à la hausse du yen ne remettent pas en cause la cohérence de cette stratégie.

Revenons donc sur les stratégies qui président à la décision d'implantation à l'étranger, que des enquêtes annuelles de la banque EXIM (banque japonaise d'export-import) permettent de mieux cerner (graphique 20).



20. Stratégie des entreprises délocalisatrices

- A) Accroître la production délocalisée à haute valeur ajoutée, en direction du marché local
- B) Accroître la production délocalisée de biens standards, en direction du marché local
- C) Accroître la production délocalisée à haute valeur ajoutée, en direction du marché international
- D) Accroître la production délocalisée de biens standards, en direction du marché international
- E) Accroître la production délocalisée à haute valeur ajoutée, en direction du marché japonais
- F) Accroître la production délocalisée de biens standards, en direction du marché japonais
- G) Développer les bases de montage délocalisées
- H) Développer la production délocalisée de composants
- I) Renforcer les capacités en recherche-développement des filiales étrangères
- J) Echange de technologies, d'information, et de ressources humaines par coopération avec des firmes étrangères
- K) Accroître la production intérieure de produits à haute valeur ajoutée et technologique
- L) Restructurer les maisons-mères (spécialisation ou diversification)
- M) Réduire les coûts de production de la maison-mère
- N) Accroître les importations en approvisionnement meilleur marché
- O) Réduire les coûts de distribution nationaux
- P) Echange de technologies, d'information, et de ressources humaines par coopération avec d'autres firmes japonaises
- Q) Divers

Source : EXIM Japan 1994 survey.

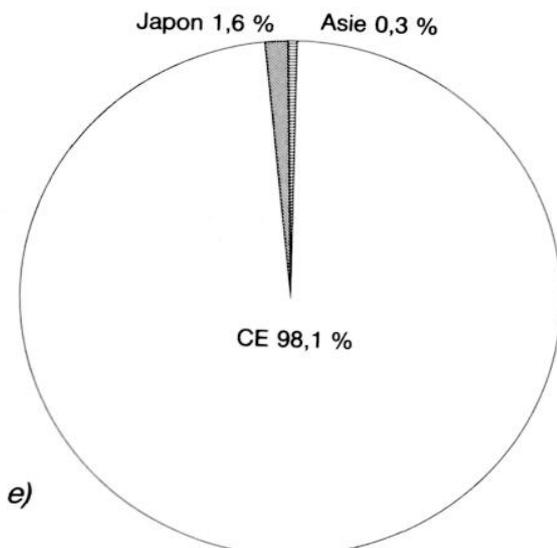
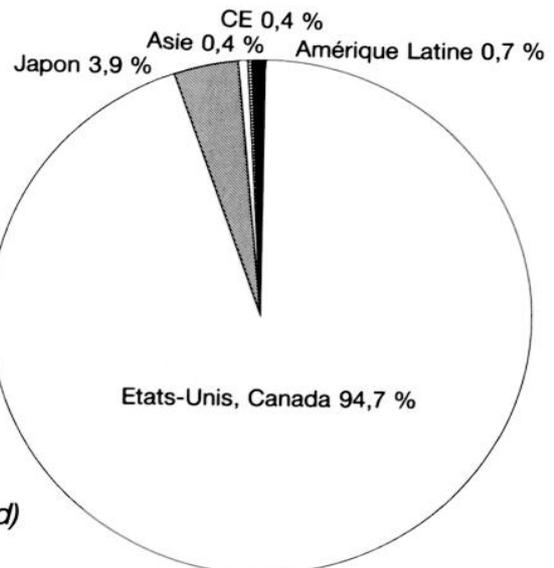
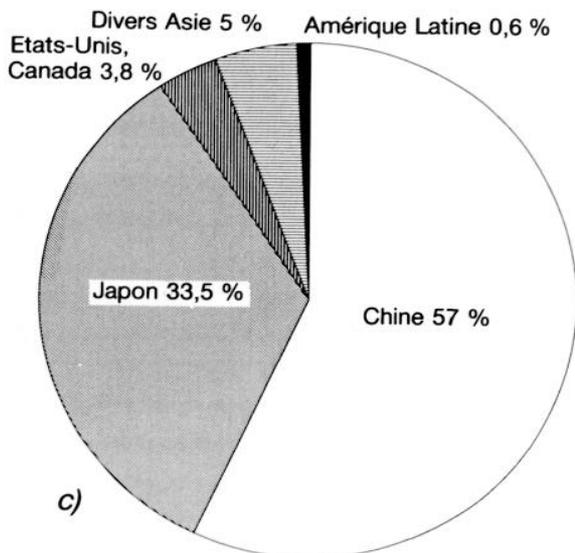
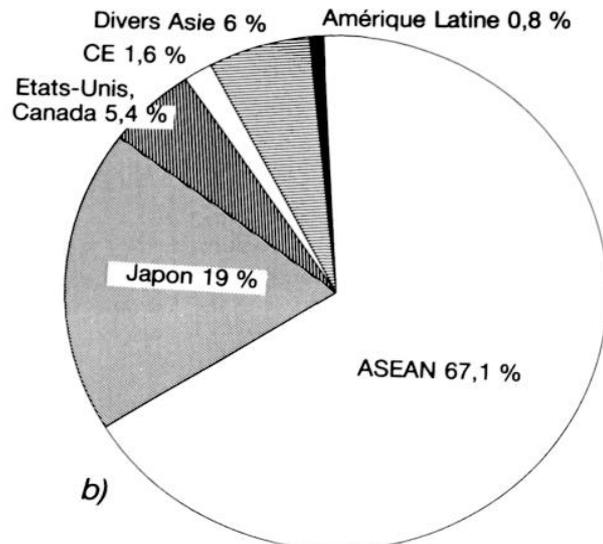
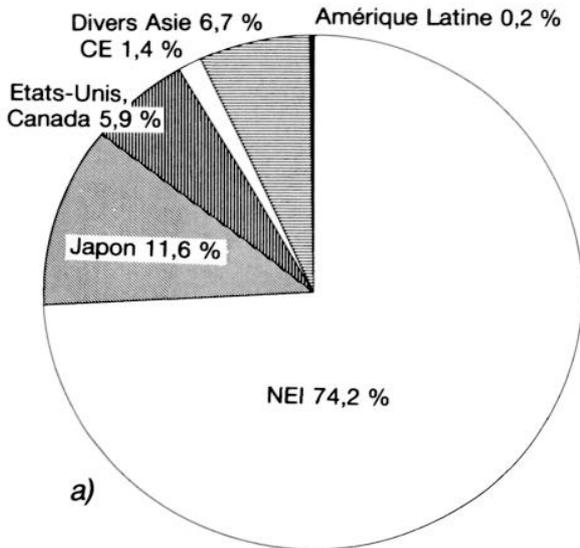
A long terme les priorités affichées par les entreprises recoupent les arguments exposés plus haut : 45 % des entreprises affirment leur volonté de renforcer la production intérieure de produits à haute valeur ajoutée et à forte intensité technologique. L'objectif de diffusion de ces produits à l'ensemble du monde depuis leur base de délocalisation est également affiché. Une proportion importante d'entreprises affirme vouloir bénéficier d'échanges de technologie, d'information et de ressources humaines par des alliances avec des entreprises étrangères.

A court terme, il est clair que l'appréciation du yen constitue un aiguillon majeur de choix d'investissement. Pour près de 54 % des industries interrogées, un renchérissement du yen motive un accroissement de l'investissement direct (77,5 % pour la branche des composants électroniques et électriques). Plus des deux tiers des entreprises implantées à l'étranger invoquent l'objectif de minimisation des coûts de production comme moteur de leur stratégie à court et moyen terme. Le déplacement intra-asiatique de l'investissement nippon noté plus haut illustre cette préoccupation. La chaîne de sous traitance et les unités d'assemblage, dont la flexibilité est la base de l'efficacité organisationnelle des keireitsu, se déplace en fonction des opportunités de coûts. La volonté de capter la demande intérieure des pays d'implantation pour des produits courants, à faible valeur ajoutée, arrive en deuxième position des motivations pour près de la moitié des entreprises, loin des schémas préétablis qui font des pays asiatiques essentiellement des bases de réexportation vers l'OCDE ou de réimportation vers le Japon. Sur les marchés développés de l'OCDE, la recherche quasi exclusive d'un avantage de proximité pour conquérir ces marchés ressort clairement des enquêtes. En 1994, selon l'enquête de la Banque EXIM, 95 % de la production nipponne aux Etats-Unis était destinée au marché américain. Cette proportion est plus considérable encore dans la CEE, où plus de 98 % de la production nipponne s'écoule sur place. Cette part décroît ensuite en fonction du degré de développement des pays d'implantation mais demeure dominante : 74 % pour les NEI, 67 % au sein de l'ASEAN, 57 % en Chine (graphique 21). Mais, compte tenu, du développement rapide de ces pays, le débouché intérieur s'accroît au fil des ans plus vivement que ne le supposaient les groupes japonais. Les entreprises délocalisées estiment que pour les trois années fiscales à venir (1995, 1996, 1997) la part des ventes au sein du pays d'implantation sera de plus de 73 % en Chine et de près de 74 % pour les membres de l'ASEAN.

Une proportion importante d'entreprises, comptent réimporter certains biens intermédiaires pour réduire leurs coûts de production sur le marché nippon. Cet impératif, intensifie donc le déploiement récent des entreprises nipponnes au sein des pays asiatiques les moins coûteux. C'est pour ces zones d'implantations que la part des réimportation vers le pays d'origine est la plus grande (graphique 21). Logiquement, donc, la volonté d'immunisation contre la hausse du yen, et le désir de capter l'important débouché que constituent les marchés émergents, dictent la décision d'investir.

La compatibilité entre ces objectifs de court et long terme n'est certes pas évidente.

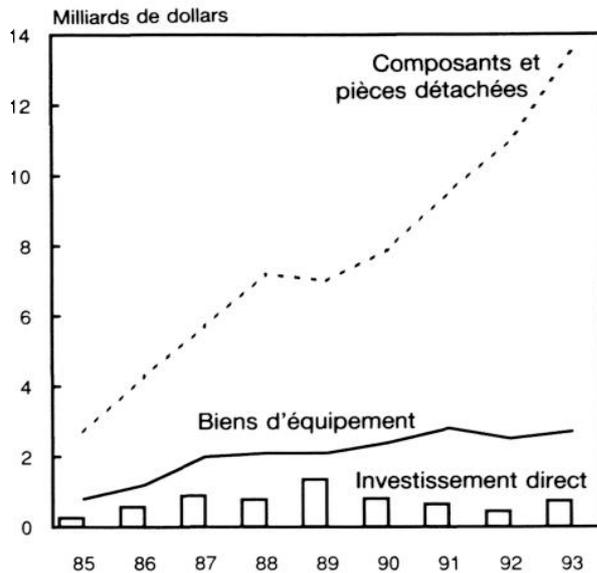
21. Destination des produits nippons délocalisés



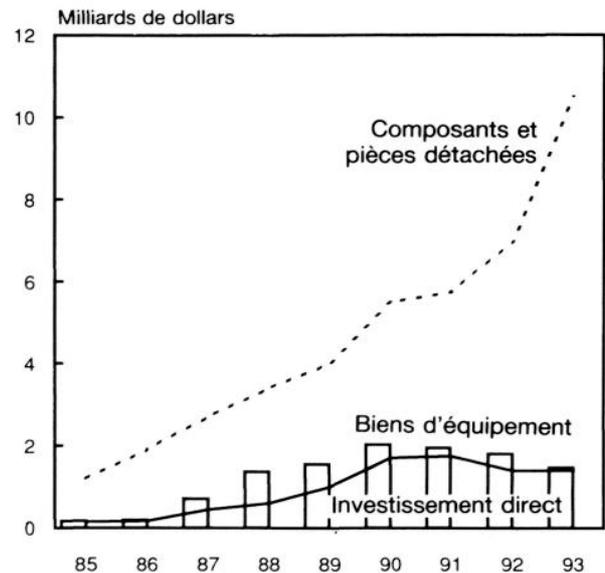
- a. Dans les NEI, en 1994.
- b. Dans les pays de l'ASEAN, en 1994.
- c. En Chine, en 1994.
- d. En Amérique du Nord, en 1994.
- e. Dans la CE, en 1994.

Source : Banque EXIM.

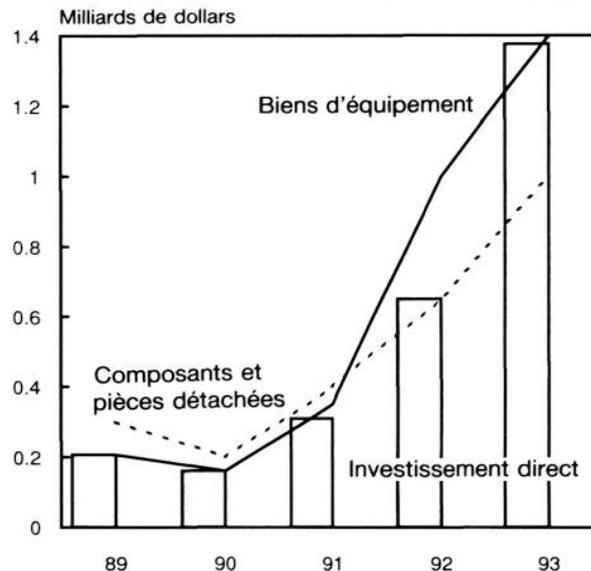
22. Tendances de l'investissement direct, des exportations de composants et d'équipement japonais



a. Vers le NEI.



b. Vers les pays de l'ASEAN.



c. Vers la Chine.

Source : Ministère des Finances.

Quel rôle du Japon au sein du nouveau « système productif » asiatique ?

A court terme, il existe un lien positif net entre investissement direct et exportations de biens d'équipements et de produits intermédiaires destinés aux filiales et unités délocalisées (graphique 22). Si les exportations nippones de véhicules à moteur ont baissé d'environ 10 % en volume l'an passé, celles de pièces détachées, à destination des usines d'assemblage délocalisées ont augmenté dans les mêmes proportions. Globalement, les exportations de composants et de pièces détachées ont

plus que quintuplé depuis le milieu des années quatre-vingt vers les NEI et ont été multipliées par près de 9 en direction des pays de l'ASEAN. Mais à la longue, cet effet positif s'estompe :

— A mesure que la production extérieure arrive à maturité, l'approvisionnement sur le marché d'implantation tend à se développer. Le processus d'approvisionnement local est déjà très avancé en Europe ou aux Etats-Unis. En Asie, l'approvisionnement local ou inter-régional se développe rapidement. Le clivage nettement marqué au début des années quatre-vingt entre produits intermédiaires, demeurant fabriqués sur l'Archipel, et produits finis assemblés à l'extérieur s'atténue. Progressivement, l'approvisionnement en composants se fait sur place. Toute la chaîne de production se déplace. Un réseau inter-régional complexe se constitue, les différentes phases de production étant éclatées entre différents pays de la zone asiatique. Il n'est pas rare de voir l'industrie automobile fabriquer les moteurs diesel en Thaïlande, ceux à essence en Indonésie, les composants électroniques en Malaisie, tandis que les transmissions seront localisées aux Philippines. L'abaissement des droits de douane au sein de l'AFTA (ASEAN Free Trade Area) depuis janvier 1993 ne peut qu'inciter à cette déconcentration. De plus, en ligne avec le revenu croissant des pays asiatiques d'implantation, qui modifie les besoins de consommation, le contenu de la production nippone à l'étranger évolue. Le contenu de production s'ajuste aux besoins locaux et se déplace donc progressivement vers des produits à plus forte valeur ajoutée et à plus haut contenu technologique et capitalistique. Le processus est bien avancé parmi les NEI en particulier dans l'automobile, et l'électronique. De la même manière, au sein de l'ASEAN, la fonction ne se réduit pas au seul assemblage, et déborde peu à peu sur la fabrication de composants et pièces détachées, en matière d'appareillage électrique en particulier. La complémentarité avec le Japon tend donc à s'estomper, et avec elle, les effets d'entraînement.

— Ce phénomène est renforcé par le fait que l'appréciation du yen incite à la délocalisation de nombreuses activités intermédiaires. La délocalisation des grands groupes japonais entraîne progressivement dans son sillage la délocalisation de leurs principaux sous-traitants, créant un effet d'amplification. Les pays asiatiques à moindre coût de main d'œuvre en bénéficient particulièrement et notamment la Chine. Pour les petits sous-traitants japonais, il s'agit d'un impératif de survie face aux exigences de coût des Keiretsu. Cet élément explique en particulier, en même temps que la moindre intensité capitalistique des projets en Asie, le fait que la taille moyenne des investissements directs dans les pays d'Asie est sensiblement inférieure à celle des autres zones (tableau 10). Une part importante de cet investissement est effectuée en effet par des PME. De plus en plus souvent, il s'agit de déplacement de petites unités de production.

— Dans certains secteurs, la production délocalisée tend à supplanter la production du pays d'origine (en 1993, la part de la production délocalisée dans la production totale était de 71,9 % pour les téléviseurs, 63,3 % pour les radios, 63,3 % pour les fours à micro-ondes, 58,8 % pour les magnétophones, 41,6 % pour les magnétoscopes). Ce phénomène correspond à la fois à un processus de réimportation de production

10. Nombre de projets et taille moyenne des investissements directs japonais

En unité et millions de dollars

	Année fiscale 1993		Avril 1993-septembre 1994	
	Nombre de projets	Taille moyenne	Nombre de projets	Taille moyenne
Amérique du Nord	953	16,0	224	30,2
Europe	494	16,1	104	16,1
Asie	1478	4,5	563	6,5
Corée	34	7,2	14	12,6
Hong-Kong	184	6,7	49	12,6
Singapour	97	6,6	19	14
Indonésie	115	7,1	53	11,8
Malaisie	92	8,7	24	12,2
Chine	700	2,4	289	3,9

Sources : Ministère des finances, calculs OFCE.

délocalisée et au rattrapage technologique des pays limitrophes. L'exemple de la production de téléviseurs est particulièrement illustratif. Depuis son pic de 1985 (17,9 millions d'unités en année fiscale) le nombre de téléviseurs fabriqués au Japon a diminué de près de 40 % pour passer à 10,8 millions d'unités. Les exportations ont suivi le même mouvement diminuant de 8,9 millions d'unités à 3,3. Les importations ont suivi un mouvement symétrique progressant de 40 000 unités en 1985 à 3,7 millions d'unités en 1993. La balance commerciale est devenue de fait déficitaire dans ce domaine. Autre symbole de l'industrie électronique grand public, le magnétoscope, voit sa production délocalisée dépasser la production nationale et la part de ses importations dans la production nationale atteindre 12 % en 1993 contre moins de 5 % au début des années quatre-vingt-dix.

Lorsque l'on considère pour certains secteurs phares, la part de la production outre-mer, les risques d'effets boomerang comparables à ceux décrits plus hauts ne sont certes pas négligeables. Le deuxième débouché des produits fabriqués en Asie hors de l'Archipel est le Japon. Ce processus de réimportation est non négligeable, même s'il ne doit pas être exagéré. Plus du tiers des produits japonais fabriqués en Chine reviennent sur le sol japonais. Ce chiffre avoisine 20 % pour ceux de l'ASEAN, et 12 % pour les NEI, selon la banque EXIM. Il est négligeable dans les autres zones. Une étude du MITI estimait à 16 % en 1992, la part des produits délocalisés en Asie réexportés au Japon. Par ailleurs, pour l'heure, ce phénomène de retour demeure concentré sur certains

biens durables de grande consommation. Et le bilan des échanges extérieurs reste positif. Même dans l'exemple présenté plus haut des téléviseurs, la balance, déséquilibrée en volume, demeure excédentaire en valeur. Cela souligne bien, que le Japon garde encore la maîtrise du haut de gamme et des composants.

Il faut aussi souligner le risque d'éviction de la production japonaise, lié à des transferts de technologie mal maîtrisés (soit par eux-mêmes, soit par d'autres investisseurs étrangers moins scrupuleux) et à une autonomie grandissante des unités délocalisées. Cette autonomie se perçoit déjà dans le rythme des importations des pays asiatiques les plus avancés dans leur développement. Alors que dans un premier temps, ce dernier est corrélé aux flux d'investissements directs nippons, comme en Chine aujourd'hui, son évolution s'en écarte par la suite notablement, à l'exemple des NEI.

Ce risque est intégré dans la stratégie des groupes et du MITI, mais ne peut être totalement maîtrisé, compte tenu de la concurrence qui s'exerce entre pays étrangers sur ces marchés. Le déplacement progressif de l'investissement direct japonais des pays à stade de développement avancé vers ceux à moindre degré de développement (c'est-à-dire dont la production est à faible valeur ajoutée et de basse densité technologique) constitue une première ligne de défense. Il contrecarre en partie le fait que dans chaque zone d'implantation considérée individuellement les produits à plus forte valeur ajoutée, susceptibles de concurrencer la production nipponne, tendent à monter en puissance. La plus grande vigilance prévaut aussi en matière de transferts de technologie ⁽²⁾. Concernant par exemple les relations avec la Chine, les opportunités d'apprentissage technologique restent confinées au transfert de capacités technologiques élémentaires, et demeurent limitées dès que l'on monte dans l'échelle des capacités technologiques. Le même phénomène se retrouve dans les relations qu'entretiennent les implantations avec le tissu industriel local, par un faible degré d'intégration avec les entreprises chinoises, ce qui limite pour l'heure la diffusion technologique.

Conclusion

Les éléments avancés plus haut concourent à l'idée que l'économie japonaise devra composer dorénavant avec un sentier de croissance de moyen et long terme proche des performances moyennes de l'OCDE. Il peut s'en écarter un temps, grâce à la dynamique régionale, par le truchement de l'investissement direct. Mais ce jeu n'a qu'un temps, compte tenu de la perméabilité croissante de son marché intérieur et du processus de rattrapage et d'autonomie grandissante de ses voisins

(2) Voir en particulier à ce sujet l'article de M. Jean-François Huchet « Transferts de technologie des firmes japonaises dans l'industrie électronique chinoise », publié au premier trimestre de 1995 dans la revue *EBISU*, Maison Franco-japonaise.

asiatiques. La surévaluation chronique de la devise nippone, très au-dessus de sa parité de pouvoir d'achat, a surtout rompu la cohérence de la politique de délocalisation. Le risque le plus sensible à long terme, est celui d'un boomerang asiatique, lié à une délocalisation désordonnée des activités intermédiaires guidée par l'urgence, et d'une diffusion incontrôlée de progrès technique. Même si sa monnaie revenait à un niveau moins pénalisant, il est improbable que se résorberait l'écart de compétitivité. A cela s'ajoute le fait que le développement asiatique ne se fera probablement pas sans heurt. L'Eldorado peut temporairement changer de visage. Le Japon doit compter avec les risques politiques, inflationnistes ou de solvabilité qui sont toujours menaçants, en particulier en Chine et dans certaines économies de l'ASEAN, comme les Philippines.

La déréglementation, n'apparaît pas non plus comme une panacée pour accroître le potentiel de croissance. Si des réserves inexploitées de productivité existent dans certains secteurs, primaires et tertiaires, l'accroissement de leur efficacité ne peut s'opérer aujourd'hui sans destruction de postes de travail, avec l'effet dépressif que l'on sait en Europe.

L'évolution du système de distribution, pour sa part, est tout aussi prometteuse que déstabilisante à long terme. Et il ne faut pas non plus se leurrer sur la rapidité du processus en cours. L'amorce d'une rationalisation des réseaux de distribution conduit à une réduction des marges qui bénéficie au pouvoir d'achat des consommateurs, et indirectement aux producteurs par les débouchés qu'elle crée et le découplage momentané qu'elle autorise entre la fixation des prix de production et de consommation. Mais cet impact a sa contrepartie en perméabilité aux produits importés. La hausse des importations nippones est certes presque entièrement expliquée par l'évolution du pouvoir d'achat de sa devise, comme par le passé. Mais compte tenu de l'atonie de la demande intérieure, au cours de la période récente, cela signifie que l'élasticité des importations à la demande intérieure s'est accrue. De plus, leur contenu en biens de consommation grandit pour atteindre aujourd'hui plus du tiers des importations au lieu de 18 % en 1985, élément qui confirme le recours accru des distributeurs aux importations directes. Cela implique aussi que pour un même montant d'achat à l'étranger, une part grandissante vient empiéter sur le débouché final des entreprises, et qu'une moindre proportion concourt à la réduction de leurs coûts intermédiaires. L'intensité de la concurrence entre distributeurs conduit à une éviction des produits nationaux, encore contenue, malgré tout, du fait de la progressivité des évolutions.

Enfin, concernant les intermédiaires financiers, la crise actuelle serait-elle bien négociée, il est probable que leur aversion pour le risque en sortira grandie. La demande privée ne pourra plus compter sur la vigueur et la faible sélectivité du crédit, qui avait été un levier important de croissance par le passé. Par ailleurs, le coût des fonds propres, dont la faiblesse était un atout de la compétitivité bancaire nippone, devrait durablement s'apprécier.

Une décreue contenue du yen, en donnant une idée plus réaliste, c'est-à-dire moins sujette à l'illusion monétaire, des déséquilibres de paiement inter-régionaux, aurait le mérite de désamorcer au moins un temps, les tensions commerciales. Il est probable aussi qu'elle impliquerait une cohésion monétaire renforcée entre les pays asiatiques qui verraient d'un mauvais œil fondre leur avantage compétitif vis-à-vis du Japon et l'incitation à l'investissement direct nippon qu'il constitue. Dans une optique de constitution d'un « bloc yen », et d'un renforcement de son statut international, le retour à une parité plus réaliste constitue probablement un préalable.

Dans l'immédiat, on l'a vu, l'économie japonaise connaît un nouveau passage à vide après l'embellie des trois premiers trimestres de 1994. L'ampleur de l'impulsion publique avait dissimulé l'absence de dynamique de la demande privée. La consommation, en particulier, peine à sortir de sa léthargie. Le nouveau recul de la production industrielle va ralentir le recours aux heures supplémentaires, et la hausse du yen entre mars et avril n'incitera pas les entreprises à relever les primes, puisque le redressement de leurs profits ne suit pas le profil attendu en début d'année. La hausse des bonus en juillet est d'ailleurs modique. De ce fait, la composante variable des salaires, qui était la seule à progresser jusqu'ici, ne contribuera pas à accroître le pouvoir d'achat des ménages dans les mois à venir. Le renouvellement du parc de biens durables continuera donc à être partiellement différé et l'épargne des ménages à être élevée.

Face à l'atonie persistante de la consommation privée, l'Etat paraît décidé à reprendre le rôle de moteur qu'il avait abandonné ces derniers trimestres. La réalisation des trois quarts des dépenses d'investissement public d'ici l'automne, annoncée à la fin du mois de juin, et la programmation d'un nouveau plan de relance à l'automne, devraient redonner du tonus à l'investissement public. On peut compter également sur le fait que la reprise des crédits publics à l'immobilier de la Housing Loan Company, en direction des besoins de reconstruction de la zone sinistrée de Kobé, réanimera l'investissement résidentiel. Les plans d'investissement productif des entreprises ne devraient pas également être atteints par le ralentissement du redressement des profits et de la demande, puisqu'ils correspondent à des besoins de reconstruction, dans la région de Kobé ou à des besoins de rajeunissement de stocks d'équipement après plusieurs années de baisse de l'investissement.

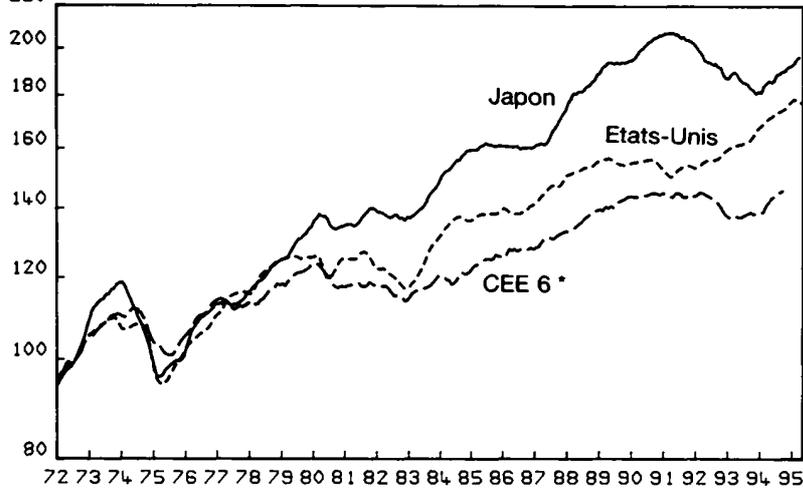
L'année 1995 promet donc d'être comparable aux deux qui l'ont précédées, c'est-à-dire proche de la stagnation et sans moteur privé véritable, à l'exception du léger mieux de l'investissement des entreprises.

C'est en 1996, que le yen affectera le plus la croissance. S'il baisse à partir de l'été 1995, la reprise des débouchés externes pourrait redynamiser la production industrielle et les heures supplémentaires. Les pressions sur les marges seraient atténuées, tandis que le revenu des ménages s'améliorerait. On en reviendrait en quelque sorte, après le passage à

vide de 1995, à la situation qui prévalait à la fin de 1994. Le PIB pourrait retrouver assez vite son sentier de croissance de moyen terme dont on a vu qu'il est aujourd'hui situé entre 2 et 3 %. La décrue du yen atténuerait aussi le risque d'un rationnement extrême du crédit. En revanche, la poursuite de la hausse du yen, inscrite mécaniquement dans le cumul des excédents courants, accentuerait la pression déflationniste en contractant les moyens de financement de l'économie.

Diagrammes

220 1972 = 100, cvs, mm³

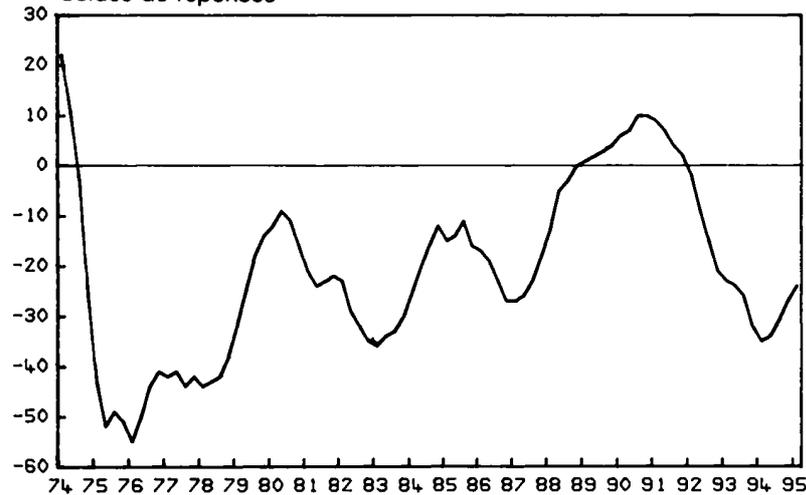


Production industrielle

* RFA, Royaume-Uni, Italie, Pays-Bas, Belgique et Espagne

Source : PIE, OCDE.

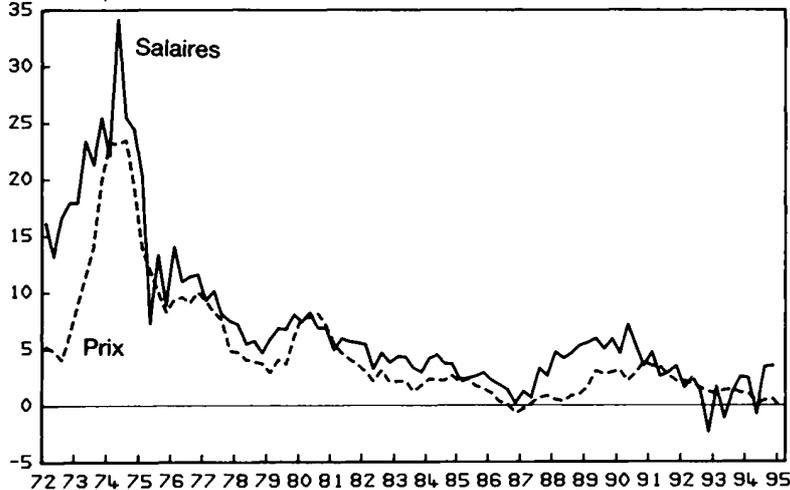
Soldes de réponses



Taux d'utilisation des capacités au Japon : Industrie manufacturière

Source : PIE, OCDE.

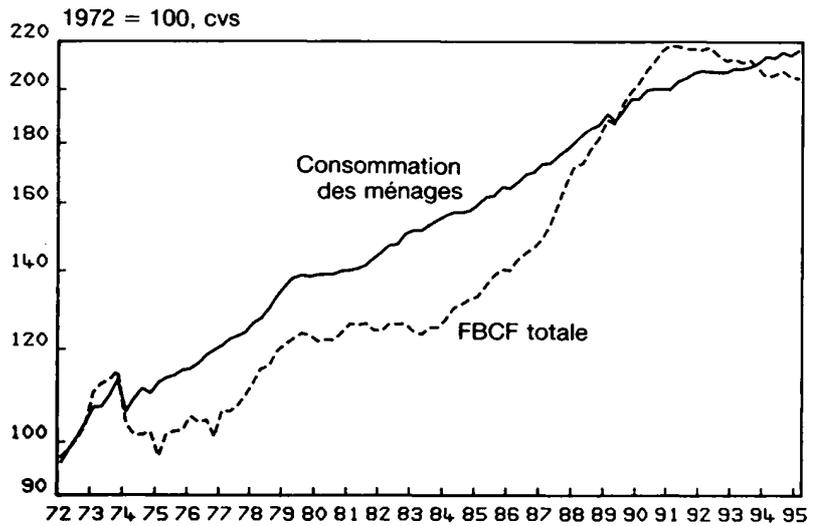
En %, t/t-4



Prix et salaires

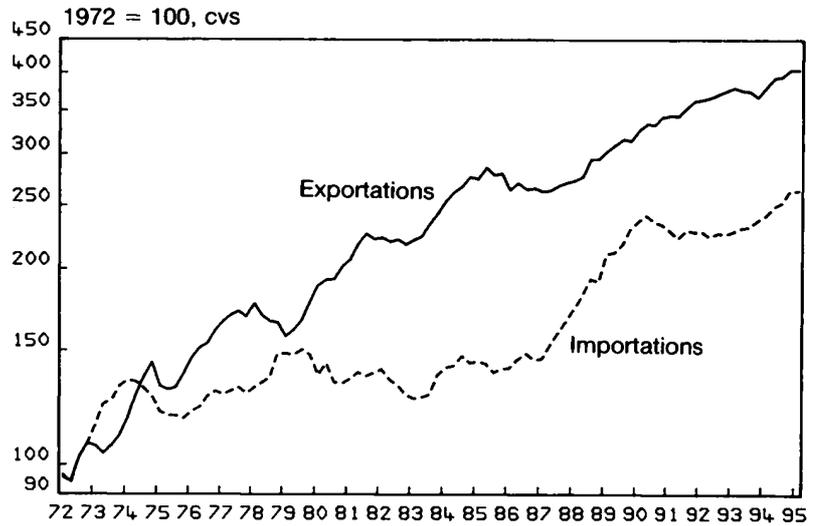
Source : PIE, OCDE.

Consommation et investissement



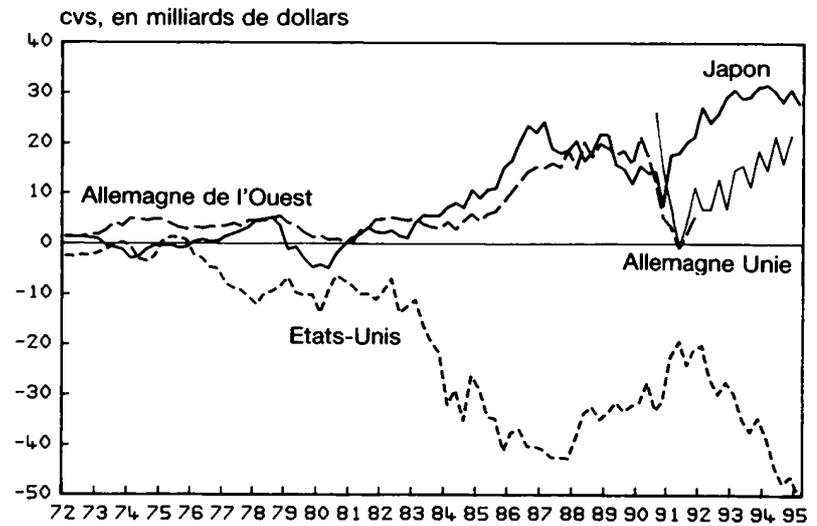
Source : Comptes trimestriels de l'OCDE.

Echanges extérieurs en biens et services

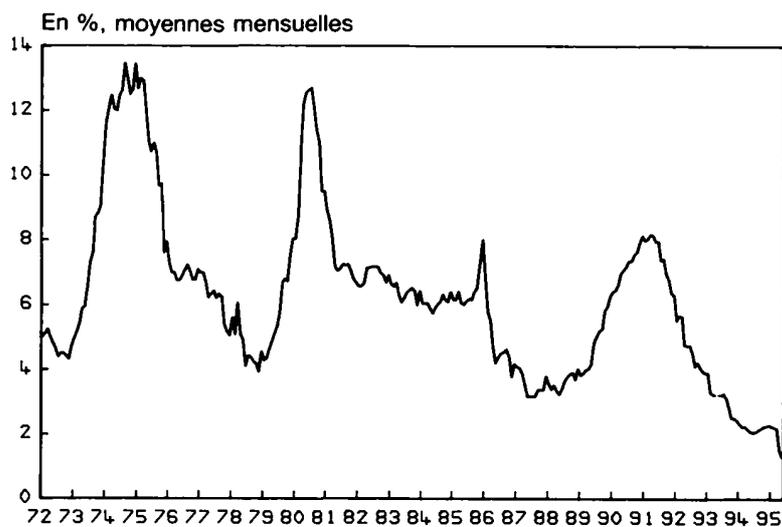


Source : Comptes trimestriels de l'OCDE.

Soldes commerciaux

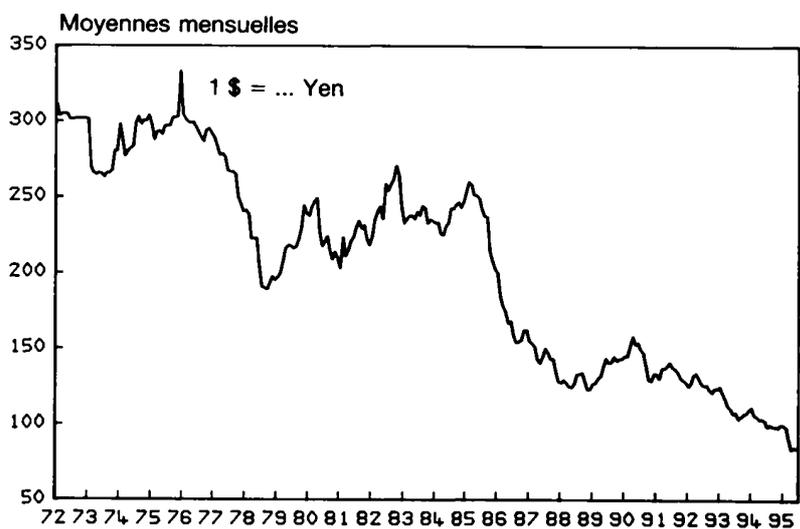


Sources : OCDE, Bundesbank.



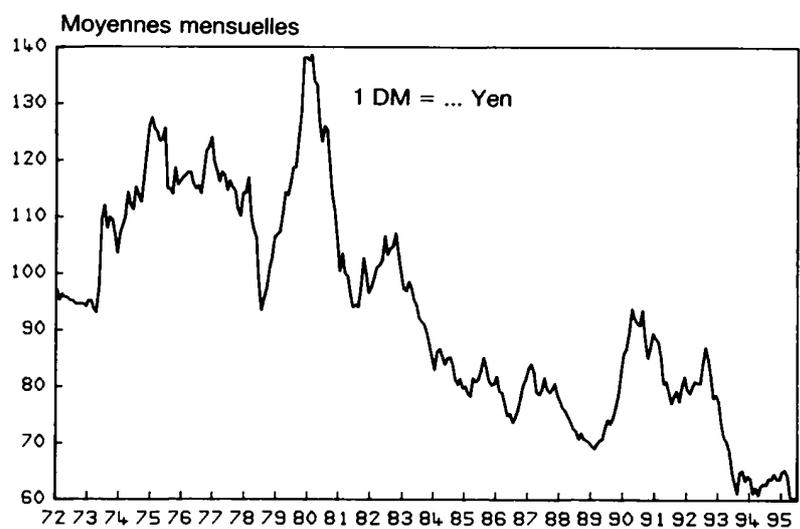
*Taux d'intérêt
nominaux au jour
le jour au Japon*

Source : Statistiques financières de l'OCDE.



*a. Cours du
change du Yen*

Source : Marché officiel des changes à Paris.



*b. Cours du
change du Yen*

Source : Marché officiel des changes à Paris.