

VERS UNE NOUVELLE CONCURRENCE DES BANQUES JAPONAISES

THÉRÈSE CHEVALLIER-FARAT *

MAÎTRE DE CONFÉRENCES, PARIS I

Dans l'esprit de nombreux observateurs, les banques japonaises devaient être spéciales, puisqu'elles sont parvenues, entre 1983 et 1988, à remporter des parts de marché considérables au niveau international. Ces succès ont d'abord été attribués à un avantage en capital dans une économie à fort taux d'épargne ; puis on a désigné le keiretsu comme la source de leur force.

En effet, une lecture en terme d'asymétrie d'information vient étayer cette intuition. Les relations croisées qui constituent les keiretsu, réduisent l'asymétrie d'information à laquelle banques et entreprises sont confrontées. Il s'ensuit que les « city banks » japonaises ont longtemps pu exercer une intermédiation peu coûteuse en information. Mais cette application très partielle de la nouvelle théorie de l'intermédiation, en privilégiant la relation de crédit avec les entreprises du keiretsu, néglige les actifs détenus par les banques et, curieusement, laisse de côté le passif bancaire.

191

Or depuis les travaux de Diamond et Dybvig (1983), on sait que l'assurance de liquidité que procure la banque ne peut se comprendre en analysant uniquement l'asymétrie d'information du côté de l'actif bancaire : l'asymétrie au passif est au moins aussi importante pour comprendre le caractère irremplaçable de l'intermédiaire bancaire. Cet aspect mérite d'être davantage travaillé dans le contexte japonais, afin de mieux comprendre l'impact de l'organisation du système bancaire dans son ensemble, sur la stabilité de l'intermédiaire japonaise jusqu'au début des années 90.

La fragilisation des banques japonaises depuis le tournant des années 90, remet en cause l'interprétation, sans doute un peu hâtive de leurs succès internationaux. La lecture qui était faite de leur santé était-elle trop déformante, et aurait-elle conduit à une mauvaise appréciation de leur sensibilité à des chocs financiers ? Ou bien, les transformations réglementaires ont-elles déjà tellement modifié le contexte dans lequel les banques exercent leur activité qu'en définitive, on assisterait à la naissance d'un nouveau type d'intermédiation ?

* Je remercie MM. Fukubo et Muldur, ainsi que toute l'équipe du CESSEFI pour leurs précieuses remarques.

De la réponse à ces questions, dépend la nature de la concurrence que les banques japonaises pourront exercer dans les années à venir.

Pour commencer à y répondre, on se propose de montrer dans une première partie que la croissance des banques japonaises a pu se faire grâce à une intermédiation domestique peu risquée, qui a duré jusqu'au milieu des années 80.

Après avoir analysé la construction d'une relation à long terme avec la clientèle, on s'attachera, en utilisant l'approche en asymétrie d'information, à préciser le rôle de la *main bank* dans le keiretsu. Les divers procédés d'assurance internes aux keiretsu, ainsi que l'organisation du système bancaire dans son ensemble, avant sa libération progressive, expliquent la tournure particulière des relations financières japonaises. L'intermédiation bancaire qui en est résultée fut peu soumise aux risques de défaut, de liquidité et de taux.

Cette force a permis aux banques japonaises de se lancer dans une internationalisation très rapide ; elles mirent en œuvre une stratégie de volume, qui visait à gagner des parts de marché. La deuxième partie va nous permettre de voir pourquoi les banques japonaises ont dû remettre en cause cette stratégie.

Une analyse plus fine de leurs opérations internationales, durant les années 80, révèle que leur croissance était largement artificielle et jette un doute sur les succès de la stratégie de volume. Puis en analysant l'impact des chocs financiers du début de la décennie 90 sur leur santé, on verra que l'intermédiation particulière qu'elles ont menée auparavant s'est transformée, tout en devenant plus risquée. Elles devront s'adapter encore à des nombreuses mutations. Mais il est probable qu'au terme de ces transformations, leur rôle de *main banks* dans les keiretsus se trouvera renforcé.

1 Au-delà des facteurs classiques de la croissance, une intermédiation peu risquée

La rapide croissance internationale des banques japonaises durant la décennie 80 a suscité de nombreux travaux qui tentent d'en découvrir les raisons. Les facteurs classiques que l'on retient pour expliquer à la fois leur croissance, leur taille et la rapidité de leur internationalisation font tout autant appel à des facteurs macro-économiques et réglementaires, qu'à des facteurs de compétitivité particuliers.

Les banques japonaises ont tout d'abord bénéficié de puissants facteurs globaux qui se sont appliqués à l'ensemble des *city banks*¹. La croissance de l'économie japonaise dans son ensemble, et le rythme très soutenu des investissements en particulier, ont sans nul doute favorisé la croissance des

1. En atteste la très bonne qualité du test d'agrégation effectué par Dobner et Terrel, quand ils comparent la croissance des grandes banques internationales (1991).

banques sur longue période. Ces facteurs ont été renforcés par tout un dispositif réglementaire favorable aux banques.

En effet, malgré un fort taux d'épargne des ménages, la rareté relative du capital a conduit les autorités monétaires à construire, dès le début des années 60, un système financier à même d'affecter les fonds aux secteurs moteurs. Le cloisonnement des circuits de financement devait permettre au Ministère des Finances (MOF) et à la Banque Centrale (BOJ) de veiller à l'allocation rigoureuse de fonds qui devaient être peu coûteux pour les entreprises. La segmentation des marchés financiers, et le difficile accès des entreprises à ces sources de financement ont conféré aux grandes banques commerciales (city banks) et aux banques de crédit à long terme un rôle primordial dans le financement des entreprises². Le rôle prépondérant de l'intermédiation bancaire jusqu'au milieu des années 80, semble faire de l'économie japonaise l'exemple d'école d'une économie d'endettement, dans laquelle on a coutume de souligner l'endettement massif des entreprises vis-à-vis des banques et de celles-ci vis-à-vis de la Banque Centrale.

Plus tardive, et se poursuivant jusqu'en 1988, la croissance internationale des banques a bénéficié de la puissance internationale de l'économie japonaise.

Dans un premier temps, la croissance globale et celle du commerce extérieur, auxquelles s'ajoute celle des mouvements de capitaux, quand la balance courante est devenue largement excédentaire dans les années 80, ont constitué de puissants facteurs d'internationalisation par la demande. Ces facteurs macro-économiques sont bien connus³. Les banques commerciales accompagnent les entreprises nationales dans leur activité internationale, ce qui explique à la fois la cadence de l'internationalisation bancaire et son orientation géographique.

De plus, et à la différence des banques américaines notamment, les banques japonaises ont été peu entravées par les dettes des PVD (*Dobner et Terrel 1991, Dufey 1990*).

Quant aux facteurs de compétitivité, ils tenaient essentiellement à un fort avantage en capital, puisqu'il a pu compenser des désavantages assez marqués.

Traditionnellement les banques japonaises ont fonctionné avec un très faible ratio de fonds propres. Et à partir du milieu des années 80, elles ont bénéficié en outre d'un puissant avantage en terme de coût du capital⁴. En

2. Les premières étaient autorisées à recevoir des dépôts à vue, mais ne pouvaient octroyer que des crédits à court terme. Les autres spécialisées dans les crédits d'investissements, mais ne pouvaient recevoir des dépôts. Les trust banks et les Compagnie d'Assurance, au-delà de leur fonction principale, financent également les entreprises. Les autres institutions bancaires sont toutes spécialisées dans une clientèle ou une aire géographique donnée. Cette segmentation reste en place jusqu'à la fin des années 80. Pour plus de détails, voir notamment Suzuki (1992, p. 170 et ss), Düser (1990), Takeda et Turner (1992).

3. Voir G. Dufey (1990) par exemple.

4. Parmi de nombreuses études (La FRBNY en dénombre 124 en 1991 !), voir A. Zimmer et N. Mc Nauley 1991, ainsi que Fukabo (1992).

effet, conformément à une pratique générale au Japon, les actionnaires ne sont que très marginalement rémunérés par les dividendes ; cela a permis aux banques d'intégrer les profits aux fonds propres. De plus, la hausse des cours des actions durant les années 80 a d'une part augmenté considérablement leurs plus-values latentes sur titres, et d'autre part renforcé leur capitalisation boursière, réduisant ainsi le coût de leurs augmentation de capital.

Cet avantage très conséquent, puisqu'il permet un fort levier d'endettement, est souvent assimilé au faible coût des ressources bancaires, résultant à la fois d'un fort taux d'épargne des ménages et de la réglementation sur les taux créditeurs. On verra plus loin qu'il convient de distinguer coût du capital et coût de la ressource bancaire.

L'avantage en capital a été sans nul doute très puissant jusqu'en 1990, puisqu'il a pu compenser les désavantages compétitifs des banques japonaises. En effet, les avantages étaient faibles en terme de coût opératoires : les coûts de main-d'œuvre, puis les charges liées à l'intégration des nouvelles technologies de l'information n'ont pas donné un avantage déterminant aux banques japonaises.

Par ailleurs, du fait du faible développement des marchés financiers, elles manquaient d'expertise dans l'évaluation des risques, dans les méthodes de pricing et dans la gestion de produits financiers dérivés. On ne s'étonne pas dès lors, qu'elles n'aient pu proposer à leur clientèle qu'une gamme de produits financiers peu étendue.

Si les facteurs évoqués plus haut peuvent expliquer une partie de la croissance exceptionnelle des banques japonaises, on sent qu'ils ne suffisent pas pour rendre compte de la spécificité de la finance japonaise jusqu'au milieu de la décennie 80.

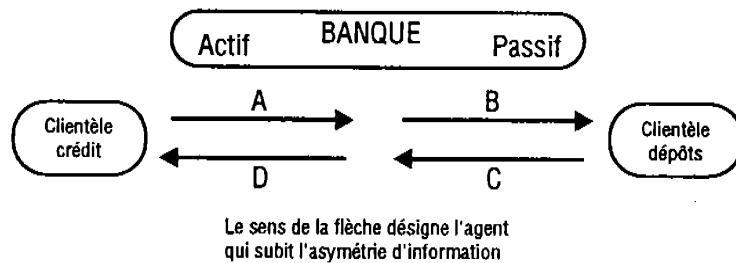
Ainsi, comment expliquer à la fois ces quelques traits bien connus de la finance japonaise traditionnelle : un très fort taux d'endettement bancaire des entreprises, les PER très élevés des sociétés cotées, la quasi-absence de faillite et d'OPA ? Pourquoi certaines caractéristiques des grandes banques sont-elles si semblables⁵ ?

Pour pouvoir appréhender la spécificité de l'intermédiation japonaise, il est nécessaire de recourir à la structure organisationnelle particulière que constitue le keiretsu. Après avoir vu les caractéristiques de ce groupement d'entreprises, on se servira de l'approche de la banque en terme d'asymétrie d'information pour mieux comprendre le rôle de la main bank dans cette organisation. Pour ce faire, on devra étendre le raisonnement habituellement fait sur l'asymétrie de type A (*voir schéma*), par les 3 autres types d'asymétrie qu'on est amené à repérer dans les relations entre la banque et sa clientèle .

5. La structure des ressources, de l'actionnariat, le cours des actions et les dividendes (8 yens par action pour chacune des principales city banks !), à un moindre degré, le bénéfice par action etc. voir Wang et Nicolai (1991).

Schéma 1

Les diverses asymétries d'information



On sera alors en mesure d'analyser les dispositifs internes aux keiretsus, complétés par la réglementation et la pratique des autorités monétaires, qui ont conduit à de faibles risques de contrepartie de liquidité et de taux. Ces éléments nous permettront de mieux apprécier la sécurité de l'intermédiation japonaise, avant les grandes mutations qu'elle a subies depuis le début des années 80.

La main bank dans le keiretsu

195

L'imperfection des marchés et l'absence de toute la gamme des marchés contingents permet d'expliquer à la fois l'existence des entreprises, celle des groupements d'entreprises et le rôle des banques. La défaillance des marchés est en effet à l'origine de multiples procédés qui visent à internaliser les transactions. Avant de chercher à expliquer le rôle de la main bank dans le keiretsu, il n'est peut-être pas inutile de rappeler brièvement pourquoi de telles organisations existent.

On peut définir le keiretsu comme une constellation d'entreprises⁶, liées à la fois par des relations industrielles et commerciales, et par des relations financières. Ces dernières prennent aussi bien la forme de participations croisées que de relations de crédits interentreprises.

La cohérence interne de ces groupements est plus ou moins forte : à l'intérieur d'un keiretsu, les diverses entreprises ne sont pas toutes liées au groupe avec la même vigueur. En outre, la taille et les degrés d'intégration varient d'un keiretsu à l'autre. Mais la caractéristique commune à ces groupements réside dans la logique industrielle et commerciale qui préside à leur construction.

6. Au sens de Aoki (1988). Voir comment l'auteur différencie les structures organisationnelles de « la firme japonaise » et de la « firme américaine ».

Les facteurs classiques d'intériorisation que constituent les coûts de transaction, ne suffisent pas à expliquer les modalités particulières d'intégration à l'intérieur d'un keiretsu. Les particularités de « l'entreprise japonaise », au premier rang desquelles figurent la structure horizontale de l'information interne et l'organisation du pouvoir de décision qui en découle, interdisent d'appliquer trop directement les schémas explicatifs qui valent pour « l'entreprise américaine » (Aoki 1988).

A l'aide d'une comparaison entre entreprises indépendantes et entreprises appartenant à un keiretsu, Nakatani montre que par rapport aux entreprises indépendantes, les entreprises de keiretsu réalisent des performances moindres (profit et taux de croissance), mais moins variables, distribuent des dividendes plus faibles, mais rémunèrent mieux leurs salariés, parviennent à avoir des ratios d'endettement plus élevés et des taux plus rigides sur les crédits ⁷.

En combinant ces éléments à une analyse fine des formes institutionnelles qui prévalent dans la firme japonaise, Aoki en vient à considérer le keiretsu comme une forme d'assurance incomplète des salariés de ses entreprises, ainsi que des entreprises entre elles. L'aversion pour le risque des participants au keiretsu les conduit à tenter de s'isoler des règles du marché par une mutualisation des risques ⁸.

196

Cette mutualisation se manifeste tout d'abord dans la gestion de l'emploi. La rémunération des salariés fait une large place à des primes liées aux performances ⁹. La forte variabilité de la rémunération qui en découle, est compensée par une assurance de l'emploi, des dispositifs financiers particuliers (fonds de pension internes) et une participation aux décisions de l'entreprise.

Elle se manifeste également dans les modalités de contrôle du management. Le pouvoir des actionnaires sur le marché est réduit. En revanche, la surveillance exercée par les salariés et par les membres du keiretsu conduit en définitive à une forte coopération, tant interne à la firme qu'entre entreprises du keiretsu.

Les entreprises d'un keiretsu établissent des relations privilégiées, mais non exclusives, avec une banque principale qui est généralement une city bank ; ceci ne les empêche pas d'avoir des relations, même suivies, avec d'autres banques, notamment les banques de Crédit à Long Terme. Une variété d'institutions financières (trust banks, Compagnies d'assurance, sociétés financières spécialisées) dispose également de liens financiers

7. Pour voir la constitution des 2 échantillons et les résultats des tests, se reporter à Nakatani (1984). Les travaux de Hosbi Kashyap et Scharfstein (1991) vont dans le même sens, mais portent plus précisément sur la comparaison des comportements d'investissement. Pour une critique de Nakatani voir E. Hardley (1984).

8. Voir le petit modèle de partage de risque entre entreprises dans Aoki (1984), et plus généralement sur le keiretsu comme assurance, voir Aoki (1988) chapitre 6.

9. Voir Ishikawa Ueda (1984) et Aoki (1988).

plus ou moins étroits avec les entreprises du keiretsu et leur banque principale. C'est tout particulièrement au rôle des grandes banques commerciales que l'on va s'attacher ici.

Dans ce contexte organisationnel, comment expliquer le rôle de la banque principale ? Pour y parvenir, il faut tout d'abord préciser pourquoi des relations à long terme ont tendance à s'établir entre le client et sa banque. Cette question a fait l'objet de quelques travaux qui utilisent des instruments variés¹⁰. Pour notre part, nous reprendrons l'approche de la banque en terme d'asymétrie d'information pour comprendre la construction d'une relation de clientèle.

La banque, mandataire de nombreux mandats

L'approche en terme d'asymétrie d'information a permis à la fois de comprendre l'émergence d'intermédiaires sur les marchés financiers, et de repérer la spécificité des banques parmi ces intermédiaires financiers. L'asymétrie d'information (*ex ante et ex post*) entre emprunteurs et bailleurs de fonds suscite l'émergence d'un intermédiaire sur les marchés financiers.

En effet, en l'absence de cet intermédiaire, les emprunteurs de bonne qualité ne parviennent pas à transmettre l'information sur leurs projets et sont soumis au problème des « lemons » d'Akerloff (*Leland et Pyle 1977*). Les prêteurs ultimes sont confrontés à des coûts très élevés pour sélectionner et surveiller les emprunteurs. Dans ce contexte, on assisterait à la duplication de ces coûts (*S. Williamson 1986*), et à des comportements de passager clandestin.

La banque apparaît ainsi comme une solution à l'incomplète information des prêteurs (asymétrie d'information de type A) et à l'impossibilité dans laquelle ils sont de surveiller efficacement les résultats et les agissements des emprunteurs. Mandataire de nombreux mandats, « moniteur délégué » par les prêteurs (*Diamond 1984*), la banque est en mesure de fournir des fonds, en proposant des actifs financiers adaptés à cette relation d'information particulière. Les crédits sont des contrats à revenus non contingents, qui exposent la banque au risque de défaut, sans qu'elle puisse participer aux résultats éventuellement favorables des projets qu'elle finance.

Mais la solution apportée à l'asymétrie de type A n'est que partielle, puisque les prêteurs se retrouvent devant une nouvelle asymétrie (type B), asymétrie vis-à-vis de la banque, cette fois. La banque peut, en partie,

10. Pour une revue précoce de la littérature sur cette question appliquée au crédit international, voir Crauford (1987). S'agissant des instruments utilisés, on trouve des références aux travaux d'Obus (1981) sur les marchés de clientèle (Rivaud-Danset 1991 par exemple), le recours à l'aversion différenciée pour le risque qui conduirait à des procédés d'engagement (commitment) (Hellewig 1977 et 1991), ou bien l'utilisation de la théorie des contrats implicites (Fried Hovnit 1980). Ces instruments peuvent en outre être combinés dans des modèles de jeux dynamiques (Sbarpe 1990, ou Fischer, cité par Hellewig 1991).

surmonter cette difficulté, en se signalant par une diversification de son portefeuille de crédits, et en proposant des contrats particuliers aux « prêteurs ». Les engagements qu'elle signe avec eux, sont des contrats de dépôts : ce sont également des contrats non contingents, à valeur nominale et rémunération fixes.

Ainsi en expliquant l'émergence de la banque, on a également expliqué les particularités des contrats qu'elle est amenée à signer.

Dans sa généralité, ce modèle explicatif peut donner lieu à de multiples aménagements. Ici on s'attachera à voir comment il peut être complété pour comprendre la relation de long terme entre la banque et son client. Comme de nombreux auteurs, on se bornera, dans cette section, à la seule relation de crédit.

Comment se construit la relation à long terme entre la banque et son client.

Pour pouvoir construire théoriquement des relations de long terme entre la banque et sa clientèle, il faut sortir du modèle de marché standard. Les choix sur le marché spot doivent être contraints. Pour y parvenir, il faut envisager qu'un crédit octroyé par une banque à son client limite l'incitation de celui-ci à recourir à d'autres banques, et incite la banque à le favoriser par rapport à de nouveaux venus. Si ceci est vérifié pour chaque banque, alors elles ne peuvent que difficilement se faire concurrence sur leurs clients respectifs.

Les instruments d'analyse qui ont servi à expliquer la raison d'être de la banque vont permettre ici de construire cette relation de long terme.

On peut tout d'abord faire appel aux coûts de transaction¹¹. Les contrats de crédit sont très hétérogènes. Il s'ensuit que les coûts d'information que la banque engage sont largement irrécupérables. Par ailleurs, changer de banque impose au client un nouveau transfert d'information et toutes sortes de frais (switching cost). Si ces coûts sont élevés, un client de la banque se verra mieux servi qu'un nouveau venu (en terme de taux et de risque de rationnement), ce qui conduit à renforcer la relation de crédit d'une manière endogène. Il est donc de l'intérêt des deux partenaires de tenter de réduire l'incitation de l'autre à se présenter sur le marché spot. Des contrats implicites, sur les conditions de prêts futurs éventuels, permettent de comprendre la constitution de relations à LT.

A ces coûts de transaction, peuvent s'ajouter des asymétries d'information. Le client qui vient d'obtenir un crédit pour une période donnée, ne sait pas si la banque poursuivra sa relation de crédit au-delà de l'échéance (asymétrie de type D). Il craint le rationnement ultérieur ou la détérioration

11. C'est pour expliquer le rationnement du crédit que Fried et Howitt (1980) se servent des coûts de transaction et de l'aversion différenciée pour le risque. Ici on ne retiendra que les raisons pour lesquelles les banques sont amenées à établir des contrats implicites à long terme avec leurs clients.

des conditions de crédit. Pour sa part, la banque redoute de perdre un client : comme on l'a vu précédemment, les coûts d'information ne sont pas amortis dans une relation courte ¹².

Ces incertitudes vont inciter le client et sa banque à établir des contrats de LT. Mais pour réduire l'opportunisme de son client, la banque est amenée à proposer des contrats contingents (*Stiglitz Weiss 1983*), et devant le coût d'engagements conditionnels complets, ces contrats sont le plus souvent implicites. De cette manière le client améliore son assurance de liquidité, et la banque réduit le risque de perdre son client, tout en limitant son opportunisme.

A ces asymétries d'information entre la banque et son client, s'en ajoute une autre, entre banques cette fois-ci (*Sharpe 1990*). En effet, même si la relation d'information entre la banque et son client est symétrique au moment de la signature du contrat ¹³, cette première relation de crédit avantage la banque par rapport aux autres. Elle constitue une asymétrie d'information entre cette banque et les autres.

Car, grâce à la surveillance que lui permet le premier crédit, la banque récolte une information cachée aux autres banques. Cela lui permet de sélectionner la bonne clientèle pour les crédits futurs et éventuellement de la capturer par les contrats contingents mentionnés précédemment. Les autres banques, qui tenteraient d'attirer une partie de la clientèle de la première, feraient sans doute de la sélection adverse : les entreprises qui se présenteraient, seraient celles dont la relation avec la première banque est la plus fragile et sujette à caution. Ainsi la relation bancaire construit-elle une asymétrie particulière, qui, au lieu d'être donnée, est endogène au modèle et évolue dans le temps.

Enfin pour ne pas nuire à sa réputation, la banque qui a établi une relation avec son client, n'a pas intérêt à remettre en cause ses engagements passés ¹⁴. En combinant asymétries d'information et réputation. Sharpe montre comment la banque se construit progressivement un pouvoir de monopole.

A l'aide de ce bref rappel théorique, on va tenter maintenant de préciser le rôle de la main bank dans le keiretsu.

Faible risque de contrepartie dans le keiretsu

Si le keiretsu peut être conçu comme un moyen de mutualiser les risques

12. On laisse ici de côté le risque que court la banque d'un remboursement anticipé, ainsi que les coûts de renégociation des contrats. Pour une endogénéisation de ces remises en cause des contrats, voir C.A.Ma (1990) ainsi que Agbion, Dewatripont et Rey (1990).

13. Dans le modèle de Sharpe, à la signature d'un premier contrat de crédit, ni le client ni la banque ne savent si le client fait partie du groupe des clients de bonne qualité. Tous deux ignorent si le projet à financer réussira ou pas.

14. Voir comment Sharpe articule un modèle de réputation dans ce contexte d'asymétrie d'information.

de ses participants, la fonction d'assurance de liquidité que remplit la banque doit pouvoir se faire dans des conditions de sécurité renforcée, par rapport aux banques qui fonctionnent dans un système dépourvu de cette mutualisation. En effet la banque d'un keiretsu bénéficie d'un certain nombre de procédés d'assurance internes au keiretsu. Ces procédés d'assurance conduisent à des pratiques financières particulières. Voyons ces points successivement.

Les procédés d'assurance internes au keiretsu

Ces procédés d'assurance que sont la diversification des portefeuilles, les sûretés ou les participations minimales dans les entreprises, ne sont pas spécifiques au keiretsu. Mais sans doute, sont-ils plus efficaces dans ce cadre organisationnel qu'ailleurs.

On a fréquemment montré l'intérêt qu'a la banque à diversifier son portefeuille de crédit. Qu'elle permette de réduire la variabilité du profit, ce qui peut être apprécié par ses actionnaires, ou de signaler aux déposants qu'elle est à même de tenir ses engagements (*Diamond 1984*), la diversification du portefeuille réduit les indications que la banque doit fournir à ses créanciers.

Avec le développement de relations à LT, cette diversification réduit également l'asymétrie de type D, puisqu'elle garantit l'emprunteur que, dans le futur, la banque pourra continuer d'exercer sa fonction d'assurance de liquidité. On pourrait objecter que l'emprunteur a lui-même intérêt à diversifier ses relations bancaires. Ceci n'est vrai que jusqu'à un certain point. Les coûts de cette stratégie d'assurance sont élevés. De plus, ce manque de « loyauté » risque, en retour, de lui fermer l'accès à la banque principale. Il est vrai que les crédits octroyés par les banques principales aux entreprises de leur keiretsu ne constituaient, à la fin des années 80, qu'entre 1/4 et 1/3 des crédits bancaires totaux que ces entreprises reçoivent. Mais cette proportion relativement faible n'implique pas nécessairement une forte concurrence entre banques. Elles se partageaient sans doute le marché, tant semblait forte la collusion entre elles ¹⁵.

Même si la banque octroie des crédits à des entreprises indépendantes, voire à des entreprises appartenant à d'autres keiretsus, on voit les économies d'informations et de surveillance que la banque peut réaliser en diversifiant son portefeuille à l'intérieur du keiretsu. De plus cette diversification « interne » a des raisons d'être efficace. En effet les entreprises du keiretsu appartiennent à de nombreux secteurs, et sont généralement de tailles très variées. En outre, leurs expositions à la conjoncture et aux chocs internationaux (marchés à l'exportation, risque de change) est également peu homogène.

15. Voir la discussion sur le caractère exclusif ou non de la relation à LT dans Hellewig (1991).

En second lieu, l'octroi du crédit est généralement assorti de sûretés (nantissements, collatéraux) sous forme de biens immobiliers ou de titres.

Comme certains auteurs l'ont fait remarquer¹⁶, le collatéral a un rôle ambigu dans la relation de crédit. *A priori*, il sert à réduire le risque du créancier en incitant l'emprunteur à exécuter ses obligations (baisse de l'incitation adverse). Cependant, il ne constitue pas un bon critère pour sélectionner les emprunteurs, particulièrement si d'autres critères, comme l'aversion au risque ou la dimension de la richesse, les distinguent déjà (Stiglitz Weiss 1981). Certains auteurs envisagent même qu'il contribue à créer le hasard de moralité (Igawa Kanatas 1990).

Ainsi le collatéral ne peut véritablement discriminer correctement les emprunteurs. En outre, il ne constitue qu'une garantie limitée, si les banques détentrices sont sujettes à l'allusion de liquidité¹⁷.

Enfin, du fait des participations croisées dans le keiretsu, la banque parvient à fusionner les rôles de créancier et d'actionnaire¹⁸.

En effet, les relations de crédit sont complétées par des participations des banques dans les entreprises. A la différence des banques allemandes, les banques japonaises sont tout à fait minoritaires (seuil maximum autorisé de 5 %), et elles ne participent généralement pas aux conseils d'administration¹⁹. Mais il ne faut pas en déduire qu'elles ne disposent pas d'un réel pouvoir pour orienter et surveiller la politiques des entreprises²⁰.

Tout d'abord d'un point de vue purement arithmétique, par le jeu des participations croisées à l'intérieur du keiretsu, une participation maximale de 5 % dans le capital d'une firme, peut parfaitement permettre à la banque un contrôle effectif sur une portion du capital beaucoup plus importante.

Plus fondamentalement, la distinction entre apporteurs de fonds propres et prêteurs devient plus floue dans ce contexte organisationnel²¹. A la limite, on assiste à un renversement des pouvoirs entre ces deux catégories d'apporteurs de fonds : les actionnaires qui sont censés disposer d'un pouvoir de contrôle dans les assemblées, n'ont pas en définitive les moyens de l'exercer, et le marché des actions n'est pas un bon moyen de contrôle du management²². Les prêteurs quant à eux, sont censés ne pouvoir

16. Pour une brève revue de la littérature sur la question, voir Igawa Kanatas (1990).

17. Quand le risque de défaut s'accroît et se diffuse, particulièrement en période de récession, la baisse des prix des actifs en garantie devient cumulative. C'est à ce problème que se heurte l'Agence Fédérale américaine chargée de liquider les actifs immobiliers des *Saving and Loans*, et... aussi les sociétés financières spécialisées japonaises depuis 1991.

18. Voir Aoki (1988) p. 227, sur l'amélioration de l'allocation du risque qui en résulte.

19. Pour une comparaison très riche entre structures financières japonaises et allemandes, voir Frankel et Montgomery (1991). Voir aussi les travaux de Mayer (1988) et Mayer Alexander (1990).

20. Voir Aoki (1988), Mayer (1988) et Hodder et Tschobegl (1985).

21. Pour une analyse dans le contexte américain, voir par exemple Stiglitz (1985), Harris Ravio (1990), Mayer (1988) et Seوارد (1990).

22. D'après Stiglitz (1985), qui analyse le marché américain, les actionnaires n'ont pas vraiment de raisons de voter intelligemment et les OPA qui réussissent conduisent logiquement à une surévaluation de l'entreprise cible.

exercer le contrôle. En fait, ils bénéficient d'une information particulière du fait même de la relation de crédit et grâce à la relation de long terme qui a tendance à s'établir, ils disposent d'incitations et de menaces à même de réduire les comportements déviants des emprunteurs. Ainsi, ce n'est pas à l'aune de la participation au capital que se mesure le pouvoir de la banque sur la firme japonaise. En définitive les procédés d'assurance interne au keiretsu sont nombreux et efficaces. Ils éclairent certaines particularités de la finance japonaise.

Conséquences sur les pratiques financières japonaises

Dans ce contexte organisationnel, la pratique des affaires est marquée par des particularités, qui ne sont pas toujours faciles à interpréter pour des observateurs occidentaux.

Tout d'abord, les entreprises japonaises ont généralement des taux d'endettement (essentiellement bancaires jusqu'au milieu des années 80) beaucoup plus élevés que ceux de leurs homologues étrangères. Non seulement ces ratios ne sont pas directement comparables²³, mais, même redressés, ils n'ont pas la même signification dans ce contexte. En effet, la cohésion du groupe et le jeu coopératif qu'elle autorise réduit le risque de défaut associé à des taux d'endettement élevés.

202

De plus les banques ont généralement poussé à la constitution d'une sorte de surendettement. Sans que cela n'augmente véritablement le risque de défaut pour la banque principale, cette stratégie visait à évincer les autres banques ; pour celles-ci le risque de défaut est plus élevé puisqu'elles ne participent pas au même keiretsu.

Enfin, les entreprises elles-mêmes ont souvent évité de rembourser leurs dettes par anticipation, ou n'ont pas décliné l'offre de crédits nouveaux, lorsque les conditions économiques de leur activité les y auraient pourtant autorisées. C'est sans doute à ce prix que se construit une assurance de long terme. En outre, ces excédents de trésorerie des grandes entreprises keiretsu, pouvaient être utilisés dans du crédit interentreprises, à l'appui d'une politique commerciale vis-à-vis d'entreprises encore peu intégrées dans le keiretsu. Par ces opérations, l'entreprise intégrée « signale » à la banque son fournisseur ou son client, moins bien placé qu'elle dans l'asymétrie d'information de type A vis-à-vis de la banque²⁴.

La deuxième particularité réside dans la politique de dividende des

23. Les actifs comptabilisés à leur valeur historique, ne sont pas réévalués ; les réserves que les entreprises sont autorisées à faire sont comptabilisées dans les dettes, alors qu'elles s'assimilent davantage à des profits retenus (La loi de 1982 en prend acte d'ailleurs et opère ce reclassement) ; enfin l'ampleur des opérations de crédit à l'actif des entreprises (crédit interentreprises et aussi balances compensatoires).

24. Les grandes entreprises, ou les sociétés de commerce des keiretsu ont ainsi longtemps servi de relais à la main bank. C'est sur la base de relations industrielles et commerciales que la construction financière du keiretsu s'est établie. Voir par exemple Hodder et Tschögl (1985). En 1983, les entreprises et les institutions financières possèdent 62 % de la capitalisation boursière, mais ne sont à l'origine que de 11 % des transactions en bourse.

sociétés japonaises. En effet la rémunération des actionnaires se fait essentiellement par les plus-values sur titres et non par les dividendes. Comme on l'aura compris, les prises de participations ne visent pas à augmenter les revenus financiers. D'ailleurs le niveau, traditionnellement très bas des dividendes au Japon confirme, si besoin était, que ce n'est pas là l'objectif. Au-delà des raisons fiscales particulières²⁵, cette stratégie des sociétés prend son sens dans la logique du keiretsu.

En effet, nombreux sont les auteurs qui ont recherché une justification au comportement apparemment irrationnel que constitue le paiement de dividendes par les sociétés occidentales. D'après eux, le dividende ne se justifie que parce qu'il constitue un signal important vis-à-vis d'un actionariat dispersé : la société rassure ses actionnaires en distribuant des dividendes. Pour que cette crédibilité s'installe, il faut évidemment éviter les à-coups, d'où le comportement bien connu de lissage des dividendes. ce comportement anglo-saxon a fait dire que les actions avaient de nombreux caractères des dettes.

Dans le keiretsu, ce signal est inutile. Les actionnaires sont rémunérés par les plus-values en capital²⁶. Comme ces titres restent en portefeuille, et à leur cours d'entrée, ils permettent aux banques de disposer d'importantes réserves latentes, ce qui contribue à « assurer » leur fonction d'intermédiation. Ces titres ne sont pas destinés à être vendus « sec », du moins en dehors du keiretsu, puisque leur détention remplit une fonction de long terme.

Il se peut cependant que, pour les besoins d'un habillage de bilan, une petite proportion de ces titres fasse l'objet de vente avec promesse de rachat. La banque peut ainsi faire apparaître la plus-value dans les comptes et améliorer ainsi sa rentabilité apparente.

Enfin le marché des actions ne peut être considéré comme un marché du contrôle des entreprises. le contrôle du management passe par d'autres institutions, internes au keiretsu. De plus la pratique des OPA ne peut réellement se développer dans un contexte qui fait de l'entreprise non pas une marchandise, mais l'enjeu d'une coopération à long terme entre de nombreux partenaires. L'influence à long terme de la banque est liée à celle des autres membres du keiretsu, et se manifeste dans l'élaboration de stratégies d'ensemble (Club des Présidents), et dans la cohésion du groupe, lorsqu'une entreprise du keiretsu traverse une période difficile.

En effet, la faillite n'est pas un procédé normal de « sortie » du marché, et les conflits d'intérêt entre créanciers et actionnaires sont fortement limités en cas de difficultés d'une entreprise du keiretsu²⁷.

Dès les premiers signes de faiblesse, les entreprises du groupe tentent

25. Sur la complexité du régime fiscal auquel sont soumis les dividendes, voir Nakatani (1984).

26. Ce qui peut d'ailleurs conduire à un conflit d'intérêt entre petits actionnaires et banques (Aoki 1988).

27. Pour une analyse des particularités des dispositifs de la faillite en RFA et au Japon, et leur impact, en amont sur les structures financières, voir Frankel et Montgomery (1991).

d'améliorer les performances de l'entreprise en difficulté, en se contraignant, au moins temporairement, en facilitant les ventes de l'entreprise, ou en réduisant ses coûts de fournitures (Aoki 1988). Si ces dispositions ne suffisent pas, la banque et les entreprises du groupe sont amenées à réaménager les dettes ; elles peuvent également apporter de l'argent frais, ce qui se fait généralement par vente de titres avec accord de rachat par l'entreprise en difficulté. Elles envoient également des représentants au CA et dans l'entreprise elle-même. Enfin, si, malgré ces mesures, le cas est désespéré, le groupe procède à la restructuration de l'entreprise à l'intérieur même du groupe.

En définitive, la constitution du keiretsu contribue à limiter le risque de contrepartie pour la banque principale. Qu'en est-il pour le risque de liquidité et de taux ? Pour le voir, il faut envisager l'articulation entre l'actif et le passif bancaire. Les approches en terme d'asymétrie d'information qui nous ont permis de préciser un aspect de la relation clientèle, vont, ici aussi, nous être utiles.

Des risques de liquidité et de taux limités

La plupart des modèles qui expliquent la raison d'être des banques par l'asymétrie d'information, se bornent généralement à analyser les asymétries subies par les créanciers du fait de leurs débiteurs (type A et B). Par son existence, l'intermédiaire transforme l'asymétrie subie par les prêteurs ultimes, et le contrat de dépôt tire certaines de ses caractéristiques de l'asymétrie B.

Pour mieux comprendre la spécificité de l'intermédiation bancaire, l'asymétrie de type C s'avère tout à fait centrale. Après avoir vu comment Diamond et Dybvig l'intègrent dans l'analyse qu'ils font du risque de liquidité de la banque, puis en étendant leur raisonnement au-delà de la sphère financière, jusque dans les sphères monétaires et réelles, on analysera comment les banques japonaises parviennent à limiter les risques de liquidité et de taux.

L'assurance de liquidité dans le modèle de Diamond Dybvig

En focalisant leur modèle sur l'économie des dépôts, Diamond et Dybvig (1983) mettent l'asymétrie C au centre de leur analyse. L'assurance de liquidité que la banque fournit à ses déposants est meilleure que celle que des marchés pourraient procurer. mais la banque ne peut fournir cette assurance sans subir le risque de panique. C'est même parce qu'elle rend ce service d'assurance, qu'elle est sujette à la panique.

Pour le montrer, les auteurs analysent tout d'abord la demande de liquidité des « prêteurs ». Grâce à la liquidité de leurs avoirs dans la banque,

les déposant peuvent modifier leurs plans de dépenses. Mais ils sont seuls à savoir *quand* ils projettent de retirer des fonds (en T1 ou en T2 ?) et *si* leurs projets vont être modifiés, à la suite de changements dans leurs anticipations ou préférences.

Pour bien cantonner l'asymétrie d'information du côté du passif bancaire, les auteurs envisagent que les crédits financent des projets qui sont dénués de risque de défaut, tout en étant illiquides. En effet, la technologie n'est pas risquée, et elle rapporte davantage si la production initiée en T0 n'est pas interrompue avant T2. Ainsi toute interruption avant T2 est-elle coûteuse. Cette information ne peut être dissimulée par les emprunteurs.

Livré à lui-même, le marché ne peut rendre compatible cette « illiquidité » des actifs productifs et la préférence pour la liquidité des « prêteurs ». Aucun contrat d'assurance, reposant sur une information observable, ne peut être écrit, puisque l'information sur les projets de consommation et sur leur éventuelle modification est privée. Seul un intermédiaire peut améliorer le partage de risque entre prêteurs, en proposant des actifs de placement distincts des actifs de financement. Ainsi, certains déposants peuvent-ils retirer leurs avoirs avant la maturation des projets d'investissements.

Mais en permettant des retraits avant la maturation des crédits, la banque s'expose à la panique bancaire. En effet, la banque ne fournit cette assurance de liquidité que parce que, avant T2, la valeur faciale des dépôts est toujours supérieure à la valeur de liquidation du portefeuille de crédits. C'est même cet écart qui permet de dire que la banque transforme les risques de liquidité. S'il n'en était pas ainsi, la banque ne ferait que mimer le marché et ne fournirait donc pas cette assurance de liquidité. Ainsi l'éventualité de la panique bancaire révèle-t-elle, *a contrario*, les raisons d'être de la banque : dans la panique, la banque disparaît parce qu'elle ne peut plus assurer la liquidité.

Ce bref rappel du modèle de Diamond Dybvig nous met sur la voie de la spécificité bancaire. En intégrant ce modèle dans une économie monétaire, on étend l'assurance de liquidité, fournie par la banque, à la gestion des paiements.

En effet, dans une économie où tout échange, qu'il soit ou non financier, est soumis à l'asymétrie d'information, tout service de paiement contient une assurance. Et c'est en contribuant à résoudre, au moins partiellement, le problème d'asymétrie d'information inclus dans tout paiement par chèque ou par virement, que les banques parviennent à faire accepter certaines de leurs dettes comme moyens de paiement. Autrement dit, en gérant les paiements et en transformant les actifs financiers, les banques produisent, sous des formes différentes, une seule et même chose : elles produisent de l'assurance de liquidité²⁸.

28. Pour une analyse plus détaillée, voir T. Cbevallier-Farat (1992).

Mais elles n'y parviennent, avec régularité, que parce qu'elles appartiennent à un système bancaire, apte à compléter les procédures micro-économiques d'assurance. Dans les systèmes bancaires développés, plusieurs dispositifs coexistent, pour fournir aux banques ce filet de sécurité. Ils supposent tous, à des degrés divers, la surveillance et l'intervention de la Banque Centrale. Que ce soit la compensation des paiements, la coassurance interbancaire, l'assurance des dépôts ou ce qui en tient lieu, et plus directement encore, le prêteur en dernier ressort, tous ces dispositifs complètent l'assurance de liquidité fournie par la banque (*Chevallier-Farat 1992*).

En partant de cette conception de l'assurance fournie par le système bancaire, voyons comment, en tant que banque principale, les city banks sont parvenues à limiter leur risque de liquidité.

Le risque de liquidité

Les city banks, en tant que banques de keiretsu, bénéficient d'un faible risque de liquidité. Car leur « économie des dépôts » est assez particulière, par rapport au schéma qui sert de référence dans la littérature sur les banques américaines. En effet la densité des contrats implicites qui constituent la relation banque-clientèle à long terme, confère une relative stabilité aux dépôts bancaires. Voyons cela à travers les types d'asymétrie qui pèsent sur la relation des dépôts.

Tout d'abord, l'asymétrie de type B n'a qu'une faible influence. Les « déposants » que sont les entreprises et les salariés du keiretsu disposent, certes à des degrés divers, d'informations sur le portefeuille de la banque. Il est donc plus aisé, et partant, moins nécessaire de le surveiller. En outre, même si elle existe, cette asymétrie est sans doute d'une portée limitée.

En effet, divers procédés garantissent aux banques un certain volant de dépôts. Du côté des salariés tout d'abord, le versement des salaires se fait automatiquement à la banque de keiretsu. Même si une partie de ce salaire est ensuite virée à un compte dans une Compagnie d'Assurance (qui entretient des relations avec le keiretsu), ou dans d'autres institutions financières à même de proposer des produits de placement plus intéressants (épargne postale, par exemple), une partie de ces dépôts reste dans la main bank.

S'agissant des entreprises, elles sont, le plus souvent, contraintes de maintenir des balances compensatoires en contrepartie des crédits qu'elles ont reçus.

En second lieu, comme on le sait, la banque est soumise à l'asymétrie de type C : elle ignore les intentions des déposants et risque les retraits massifs. D'une manière générale, les banques, japonaises ou non, limitent ce risque par l'information qu'elles tirent de la gestion des moyens de paiement qu'elles

assurent. Cette information leur permet de mutualiser le risque de retrait.

Dans le keiretsu, ce risque est encore réduit du fait que de nombreuses dépenses de la clientèle restent des dépenses internes au keiretsu. Du point de vue de la banque, elles se ramènent à de simples transferts d'un compte à l'autre.

Du côté des entreprises, la logique du keiretsu conduit précisément à une internalisation partielle des transactions. Les paiements, auxquels ces transactions entre entreprises du keiretsu donnent naissance, transitent à travers les comptes de la banque.

Du côté des salariés, les dépenses des ménages ont longtemps fait une large place à des formes collectives de consommation. Les réductions de prix, ainsi que les circuits de distribution internes au keiretsu, notamment, ont incité les salariés à privilégier les produits du keiretsu. Avec l'enrichissement de la population induit par la croissance des années 60 et 70, ces modes de consommation ont évolué, pour faire une plus grande place à la consommation « individuelle ». Cette évolution, qui a contribué à augmenter le risque de retrait, s'est doublée, d'une diversification des modes de placement de l'épargne financière des ménages, même avant la déréglementation des taux créditeurs qui commence durant la décennie 80. Plus rémunérateurs que les dépôts bancaires, les placements dans les Compagnies d'Assurance ou à la Poste concurrençaient déjà les banques dans les années 70.

En définitive, et malgré ces évolutions dans le comportement des ménages, les city banks, en tant que main banks, ont pu limiter le risque de retrait. Si l'on ajoute à cela, les dispositions réglementaires qui visaient à réduire la transformation d'échéances qu'elles pouvaient opérer²⁹, l'encadrement du crédit de fait qui a longtemps prévalu³⁰, et l'endettement continu des banques auprès de la BOJ³¹, on comprend que les city banks japonaises n'aient eu que peu d'expertise dans la gestion active du risque de liquidité.

207

Le risque de taux

Durant les années 60 et 70, la politique monétaire japonaise a eu comme principal objectif de limiter le coût du capital pour assurer le financement des investissements en forte croissance. Le plafonnement des taux, associé à un encadrement sélectif du crédit et à la segmentation des institutions financières, ont été les principaux instruments de cette politique. Les

29. Les city banks ne pouvaient octroyer des prêts d'échéance supérieure à 2 ans. Seules les banques de Crédit à Long Terme y étaient autorisées. En « contrepartie », elles n'étaient pas autorisées à recevoir des dépôts.

30. La BOJ a pendant longtemps établi des quotas de crédit banque par banque, et, le plus souvent, avec l'accord des banques. Ce que l'on appelle la « window guidance » visait à limiter le crédit total et à l'orienter vers les secteurs privilégiés par la politique industrielle. Après des assouplissements durant toute la décennie 80, la « window guidance » est abolie en juin 1991.

31. Sur les réformes des marchés monétaires et interbancaires et l'utilisation de ces marchés par les diverses institutions financières, voir Suzuki (1992), Bonin (1990) et Takeda Turner (1992).

grandes banques japonaises participaient à l'élaboration et à la mise en œuvre de cette politique à travers la Fédération of the Banker's Associations.

Du côté des crédits, on a souvent souligné la faible flexibilité des taux débiteurs aux mouvements du taux d'escompte. Plusieurs explications de cette rigidité peuvent être avancées.

Tout d'abord, certains auteurs ont insisté sur le rôle des contrats implicites dans la construction de la relation à long terme entre la banque et les entreprises. C'est ainsi qu'en aménageant le modèle de Fried Howitt (1980), Osano et Tsutsui (1985) tentent de relier cette rigidité des taux à la différence d'aversion pour le risque entre la banque et ses clients, différence qui est elle-même à l'origine des contrats implicites. Les tests de cette hypothèse sont délicats à établir et peu probants. Ainsi les auteurs ne peuvent-ils pas écarter le rôle de la réglementation.

Suivant cette deuxième explication, la rigidité des taux résulte du mode d'établissement du taux de base bancaire. A la suite d'un mouvement sur le taux d'escompte, la grande banque qui préside l'Association des banques, établit ce taux de base bancaire qui s'impose ensuite à l'ensemble des banques. Les grandes exportatrices empruntent généralement à ce taux³², les autres subissent des primes de risque. Cependant la hiérarchie des taux est très plate et rarement remise en cause³³.

208

Toutefois, la différence des emprunteurs ne se résume pas aux taux contractuels qui leur sont imposés. Les éléments des contrats de crédit permettent aux banques de moduler finement les conditions de crédit. A cet égard, les balances compensatoires, qui ne sont pas ou peu rémunérées, contribuent à la différenciation du coût du crédit entre clients. Et c'est en fait le taux de rétention de ces balances compensatoires qui est négocié³⁴. Ainsi un taux d'intérêt rigide est-il compatible avec des taux de rétention plus flexibles.

Du côté des dépôts, les taux ont également longtemps été administrés par le Ministère des Finances en liaison avec la BOJ³⁵. Pour les petits déposants, le faible niveau des taux était compensé par des avantages fiscaux (maruyu). Cependant bien avant la déréglementation des années 80, les banques ont subi la concurrence du Système Postal³⁶, en dépit de taux voisins³⁷. En effet, les dépôts dans le Système Postal étaient assortis de

32. En général, les entreprises indépendantes se voient imposer des taux plus élevés, voir Nakatani (1984) et Hosbi Kashyap et Schajferstein (1990).

33. Pour plus de détails, voir Suzuki (1992), Hodder Tschobogl (1985), Feldman (1986) et Osugi (1990).

34. Voir Aoki (1988) chapitre 4.

35. Pour plus de détails sur les procédures, voir Osugi (1990).

36. En 1965, les banques récoltent 41 % des dépôts des ménages contre 16 % pour le Système Postal (le reste étant réparti entre les autres institutions financières). En 1975, ces parts de marché sont respectivement de 36 % et 21 %. Et en 1985, elles sont toutes deux égales à 32 % (Osugi 1990).

37. Les taux du Système Postal dépendent du Ministère des Postes, qui a eu tendance à proposer des taux plus élevés que le MOF et la BOJ. Mais une concertation continue entre ces instances a permis de maintenir des taux voisins.

nombreux avantages par rapport à ceux que les banques étaient autorisées à proposer : notamment, des dépôts à 10 ans avaient en fait quasiment la liquidité de dépôts à vue, passé un délai de 6 mois ³⁸.

En définitive, dans ce contexte organisationnel et réglementaire qui a prévalu jusqu'au début des années 80, les risques de liquidité et de taux que les banques devaient gérer, étaient limités. Cette intermédiation peu risquée n'est pas l'apanage des seules city banks ; et, comme on l'a vu, pour les city banks elles-mêmes, elle ne résulte pas uniquement de la partie de leur activité qui est en étroite relation avec le keiretsu : les filets de sécurité réglementaires et les modalités de la mise en œuvre de la politique monétaire ont largement contribué à donner à cette intermédiation bancaire une tournure particulière.

Toujours est-il qu'en limitant leur risque de solvabilité, cette intermédiation a permis aux city banks de fonctionner avec des ratios de fonds propres très faibles. Elles ont pu mettre à profit cet avantage dans leur internationalisation, d'autant plus que la demande de leur clientèle, quasi captive au début des années 80, était très vigoureuse. Mais après la libéralisation financière des années 80 et dès que les conditions financières domestiques se retourneront, les inconvénients de ce type d'intermédiation ne tarderont pas à apparaître.

Ce n'est pas au Japon que les city banks pouvaient acquérir un savoir faire adapté à un monde financier en mutations. L'évaluation des risques de défaut, les méthodes d'évaluation des actifs ainsi que le maniement des instruments de couverture des risques étaient autant de domaines où elles manquaient d'expertise. De plus, dans le contexte japonais, les incitations à l'innovation étaient faibles, et les mutations financières ne pouvaient être qu'impulsées par les fonctionnaires du MOF et de la BOJ en accord avec les différentes professions financières. Enfin, la très forte croissance en volume que les banques japonaises ont été incitées à promouvoir, a contribué à les fragiliser et les a contraintes à réviser leur stratégie.

209

Des succès internationaux ambigus à la révision de la stratégie

Jusqu'en 1988, la taille constituait un objectif majeur dans la stratégie des banques japonaises. Plusieurs raisons militaient, à l'époque, en faveur d'un tel objectif.

Par la taille, les banques espéraient tout d'abord atteindre des rendements d'échelle croissants et améliorer ainsi leur rentabilité immédiate. De plus, en accélérant leur croissance, elles pouvaient gagner des parts de marché sur leurs concurrentes : de faibles exigences en terme de marge

38. Pour plus de détails, voir Feldman (1986), Suzuki (1992) et Osugi (1990).

devaient étre payantes ultérieurement. Enfin un bon classement international par la taille du bilan constituait, encore jusqu'en 1988, un atout important. En effet, à la taille, étaient associés un bon rating, une bonne appréciation de la clientèle et des autres banques, ainsi que la sécurité de la banque; tout cela a conduit à renforcer encore l'avantage en terme de coût de capital des banques japonaises.

Par ailleurs, dans l'exercice de leur intermédiation domestique, les banques japonaises n'avaient eu que peu d'occasions d'être confrontées à la logique des marchés financiers, et la réglementation avait longtemps limité le menu des actifs disponibles. Elles n'ont donc pu pénétrer les marchés internationaux du crédit qu'à partir de lignes de produits banalisés qui faisaient leur force domestique. Dès lors, la conquête de parts de marché ne pouvait que reposer sur une stratégie de volume, à l'aide de produits relativement banalisés et à faibles marges. tant que les plus-values latentes sur les titres ou les terrains étaient croissantes, cette stratégie ne mettait pas en danger leur rentabilité.

Aux yeux de nombreux observateurs, cette stratégie est apparue comme gagnante, puisque les banques japonaises ont effectivement remporté des parts de marché dans un temps record. Cependant, une analyse plus précise de leur activité internationale révèle l'ambiguïté de ces succès. Les banques se sont servi de leurs opérations internationales pour contourner massivement la réglementation bancaire et financière domestique. La rapidité de leur croissance, tant domestique qu'internationale, ainsi que les effets de la déréglementation les ont rendues très sensibles au choc financier de 1990. Leur fragilisation les contraint à modifier leur stratégie. Elles ne peuvent plus exercer une intermédiation domestique aussi peu risquée qu'auparavant. Dorénavant, elles vont devoir mieux apprécier les risques et faire de la rentabilité l'objectif central de leur stratégie. Les atouts qu'elles conservent permettent cependant d'envisager qu'elles sortiront renforcées de ces mutations.

210

Des succès internationaux ambigus

Depuis le début des années 1970, la croissance des créances totales des banques japonaises est beaucoup plus rapide que celle de leurs homologues américaines ou européennes. Cette croissance est d'abord le résultat de leur croissance domestique et de la traduction en Dollard de leurs avoirs en yen, pendant la période de dépréciation du Dollard (*Dobner et Terrel 1991*). Bien sûr, la croissance de leurs actifs internationaux s'est également accélérée (*Tableau 1*), et leurs parts de marché sont passées de 26 % à 38 % entre 1985 et 1988. Mais même après la très forte croissance internationale des années 80, les créances internationales ne représentent pas le quart de leurs créances totales.

	1983-1985	1985-1988	1989	1990	1991
Créances	(1)	(1)			
Japon	25	36	11	8	-9
dont					
iib	25	48	14	10	-8
ib	24	30	12	6	-12
nb	24	30	10	3	-3
Autres banques (2)	8	12	21	12	4
Engagements					
Japon	28	36	15	8	-9
dont					
iib	30	51	6	5	-7
ib	28	32	19	6	-15
nb	10	1	8	35	19
Autres pays (2)	7	15	13	21	5

Source : BRI

(1) : taux de croissance moyen annuel

(2) : Activité totale pour les Pays Autres que le Japon et la Suisse, pour laquelle il y a une rupture statistique en 1991

iib: intra-bancaire;

ib : interbancaire externe au groupe

nb : clientèle

211

Pour bien mettre en évidence toute l'ambiguïté des succès internationaux des banques japonaises, il faut analyser plus en détail leurs opérations internationales.

Les particularités de l'intermédiation internationale japonaise.

L'internationalisation des banques japonaises offre trois particularités : l'importance des opérations interbancaires, le poids des créances locales en devises, et une multinationalisation récente.

Quelle que soit la nationalité des banques, l'intermédiation internationale est caractérisée par le poids très élevé des opérations interbancaires (2/3 environ), aussi bien à l'actif qu'au passif. Si cette caractéristique s'explique par la spécificité de l'intermédiation internationale ³⁹, elle prend une tournure tout à fait exceptionnelle pour les banques japonaises ⁴⁰.

Tout d'abord, parmi les opérations interbancaires, le poids des activités intra-bancaires (internes aux groupes) est très élevé par rapport à celui qui

39. Voir T. Chevallier-Farot (1988).

40. Voir T. Chevallier-Farot (1991).

prévaut chez leurs homologues (sauf pour les banques américaines) : il atteint 45 % en 1988. Si l'on retranche ces relations entre les maisons mères et leur réseau à l'étranger, pour ne retenir que l'activité externe aux groupes bancaires, les gains de parts de marché sont plus modestes (de 25 % en 1985 à 34 % en 1988, Tableau 2).

Tableau 2 :
Parts de marché de l'activité internationale externe*
aux groupes bancaires japonais (en %)

	en créances				en engagements			
	1985	1988	1990	1991**	1985	1988	1990	1991**
Total	25	34	31	28	28	33	31	26
ib	25	34	32	28	30	41	39	29
nb	24	35	30	28	14	13	13	14

Sources: BRI

* Activité internationale totale dont on a retranché l'activité intra-bancaire

** Les données globales de 1991 ont été corrigées des modifications d'enregistrement des opérations des banques suisses.

En second lieu, l'activité interbancaire externe aux groupes (une fois l'activité intra-bancaire retranchée de l'activité totale), est également d'un poids considérable, particulièrement au passif (83 % en 1988), et elle laisse un solde largement débiteur de 140 milliards \$ en 1988.

212

Autrement dit, pour pouvoir exercer leur activité internationale, les banques japonaises se refinancent très largement sur le marché interbancaire international⁴¹. Cela leur a permis de mener une politique agressive de crédits à la clientèle, qui laisse une position créditrice nette (360 milliards \$ en 1988).

L'activité locale en devises représente 45 % de l'ensemble des crédits internationaux des banques japonaises en 1985, contre 20 % environ pour l'ensemble des banques internationales. La baisse de ce poids durant la période d'analyse (36 % en 1988) résulte de l'expatriation de l'activité interbancaire en devises. En revanche, s'agissant des crédits à la clientèle, ce poids augmente et atteint 57 % en 1988, niveau autour duquel il se maintient ensuite.

Ainsi, plus de la moitié des crédits internationaux à la clientèle sont octroyés à la clientèle résidente au Japon.

Enfin la multinationalisation des banques japonaises est récente. Extrêmement contrainte par la réglementation jusqu'au milieu de la décennie 70, la multinationalisation ne commence véritablement qu'au début de la décennie 80. En effet, après 1976, l'amélioration de la balance courante a conduit les autorités japonaises à relâcher les restrictions sur les implantations à l'étranger des city banks. En 1980, le MOF n'annonce-t-il pas que l'activité bancaire internationale doit devenir un secteur prédominant dans les

41. A cet égard, voir comment les banques japonaises utilisent la place de Londres, terrel (1989).

années 80 ? C'est d'ailleurs en décembre 1980 que la loi sur le contrôle de changes est révisée.

En définitive, plus des 2/3 des implantations existantes en 1990 ont été réalisées dans la décennie (*Kitamura 1991*). Et en dépit de cette extension très rapide du réseau à l'étranger, plus de la moitié des crédits internationaux à la clientèle sont octroyés au Japon. Dès lors, l'activité internationale extérieure au Japon a une fonction largement interbancaire.

Depuis 1988, l'ensemble de l'activité bancaire internationale voit sa croissance se ralentir (*Tableau 1*). Mais le coup de frein est particulièrement prononcé pour les banques japonaises, singulièrement dans leur activité interbancaire externe aux groupes. Ces évolutions leur font perdre des parts de marché, au point qu'à la fin 1991, leurs parts de marché dans l'activité internationale externe aux groupes sont proches de leur niveau en 1985. Un peu comme si les gains antérieurs n'avaient été qu'artificiels.

Ce ralentissement va de pair avec un recentrage de l'activité sur les maisons mères (*Tableau 3*).

	iib	ib	nb	Total externe
1985	66	60	47	54
1991 Juin	40	41	26	35

Source: BRI

On notera en particulier le puissant rapatriement de l'activité clientèle. Plusieurs raisons peuvent être avancées :

- certaines grosses opérations (financement des OPA américaines, Euro Tunnel, par exemple) ont dû être initiées du Japon, et ces opérations devraient représenter une proportion croissante des créances clientèles ;
- après leur fragilisation (*voir plus loin*), les maisons mères ont sans doute exercé une surveillance plus étroite des positions clientèle ;
- on se souvient également qu'une partie importante de l'activité internationale des banques japonaises est locale en devises : ces opérations sont du ressort des établissements installés au Japon et ne figurent donc pas dans les livres des filiales à l'étranger.

Une croissance rapide qui a contribué à fragiliser les banques japonaises

L'indicateur de succès que constituent les parts de marché doit être manié avec prudence. Il perd une partie de son sens, quand on l'applique sans précaution à l'activité bancaire, surtout internationale.

En effet, l'activité internationale des banques, telle qu'elle est recensée,

amalgame des éléments hétérogènes quant à leurs fonctions dans l'intermédiation. Dès lors, une première précaution consiste à distinguer les opérations avec la clientèle, des opérations interbancaires. Et, comme on l'a remarqué précédemment, il faut également écarter les opérations intra-bancaires du calcul de ces parts de marché. Par ailleurs, l'activité Hors Bilan n'est pas recensée. Or ces modes d'intermédiation bancaire se sont beaucoup développés, particulièrement dans les banques anglo-saxonnes. Il s'ensuit que l'analyse de leurs parts de marché, calculées sur les seules opérations en bilan, déforme grandement leurs performances par rapport aux autres banques, notamment japonaises.

En second lieu, le marché des crédits internationaux n'est pas global, mais segmenté. Dans ces conditions, l'évolution des parts de marché est largement tributaire des effets de structure. On ne développera pas ce point ici, mais, à titre d'exemple, on a noté précédemment l'importance de l'activité locale en devises des banques japonaises. Cette activité n'est pas véritablement comparable à l'activité extérieure. Compte tenu des particularités de l'intermédiation domestique, la concurrence que des banques étrangères peuvent exercer sur ce segment est très limitée.

Enfin, et surtout, les parts de marché ne sont pas pondérées par les risques pris ; des portefeuilles de taille identique peuvent parfaitement receler des risques très différents. Ainsi des banques peuvent gagner des parts de marché, en augmentant les risques, et ceci est d'autant plus probable, que leur croissance est rapide.

En effet, en concentrant la croissance sur une période courte, on limite la diversification temporelle des risques et par là, on augmente la sensibilité du bilan à un choc conjoncturel global. De plus, la diversification sectorielle est elle-même réduite, puisque les fonds prêtés sont concentrés sur les secteurs qui bénéficient de la phase conjoncturelle dans laquelle on se situe.

En second lieu, pour parvenir à une croissance rapide de l'activité de crédit, il faut écourter le temps nécessaire à la récolte d'informations privées. Gagner des parts de marché, particulièrement sur des segments de l'activité internationale dans lesquels on ne possède pas un avantage déterminant, suppose que l'on accepte des marges faibles, ce que l'on a reproché aux banques japonaises, et plus fondamentalement, que l'on réduise les coûts d'information.

Dans un monde incertain et où la concurrence est forte, on limite ces frais de recherche en suivant les prêteurs que l'on considère, à tort ou à raison, comme mieux informés. Jain et Gupta (1987) ont bien montré qu'en incertitude, ce comportement moutonnier pouvait être rationnel.

Enfin, par l'économie sur les coûts d'information qu'elle autorise, la syndication des prêts, qui sert à la diversification des portefeuilles bancaires

res, est également un procédé qui construit ce comportement moutonnier. La participation des banques japonaises au financement des grandes OPA internationales, ainsi qu'au boom immobilier dans les pays anglo-saxons⁴², durant la deuxième moitié des années 80, fournit un exemple, parmi d'autres, de ce type de comportement.

Les cadences de la déréglementation japonaise expliquent les rythmes de la croissance internationale

Les particularités de l'activité internationale des banques japonaises, la rapidité de sa croissance, ainsi que le brutal coup de frein à la fin de la décennie 80 trouvent une partie de leur explication dans la réglementation bancaire et financière qui subsiste au début des années 80 et les mouvements qui l'ont affectée.

Le rôle de la réglementation bancaire et financière japonaise sur l'internationalisation des banques a certainement été essentiel, mais il est complexe et a évolué dans le temps⁴³. Pour signifier cette question que l'on ne peut aborder complètement ici, tant les mesures ponctuelles abondent, on peut distinguer deux effets :

- un effet direct sur l'internationalisation par l'incitation au contournement : cet effet agit rapidement et les manifestations en sont spectaculaires ;
- un effet induit par la modification profonde des conditions de l'activité des banques sur les territoires japonais. La rétroaction de leur rapide internationalisation sous le premier effet, ainsi que les chocs monétaires et financiers qui ont affecté l'économie japonaise dans son ensemble les ont fragilisées. Cet effet induit va les conduire à modifier leur stratégie internationale ; il est laissé pour plus tard.

L'effet direct est lui-même le résultat d'une différence de cadence entre déréglementation interne et externe. La réglementation interne et le caractère très lent de son relâchement ont certainement conduit les banques japonaises à adopter des stratégies de contournement par l'international (Watson 1990). Mais celles-ci n'ont vraiment pris de l'ampleur qu'avec la déréglementation externe qui fut nettement plus rapide que la déréglementation interne. Cette différence de cadence a permis au contournement de prendre une dimension considérable.

L'impulsion à la déréglementation externe a été donnée par l'accord Oba-Sprinkel (1984). Depuis cette date, les mesures se succèdent à un

42. En 1989, les banques japonaises continuaient leur activité de prêts immobiliers en Grande-Bretagne. Elles détiennent aujourd'hui plus de 10 % des crédits immobiliers britanniques !

43. Pour une analyse détaillée de la déréglementation japonaise, voir Fukabo (1991), Takeda Turner (1992), Frankel Morgan (1992) ; l'impact de la libéralisation des activités internationales sur le comportement des opérateurs est analysé dans Osugi (1990) et Takeda Turnier (1992).

rythme accéléré (Osugi 1990). Ici, on ne cherchera qu'à illustrer, par quelques exemples significatifs, l'impact de ces différences de cadence sur l'internationalisation de l'activité bancaire japonaise.

1 L'activité interbancaire domestique

Malgré les mutations sur le marché monétaire ⁴⁴, le marché interbancaire domestique reste très réglementé et peu maniable jusqu'en 1988 ⁴⁵. Les banques ont substitué l'international au marché domestique.

2 Japanese Offshore Market 1986

La création du JOM à la fin de l'année 1986 visait déjà à rapatrier une partie de l'activité interbancaire internationale ; mais les réglementations qui y ont subsisté, notamment les limites imposées aux banques dans le transfert de fonds du JOM sur le marché domestique, les ont conduites à un « round tripping » par Hong Kong, Singapour ou Londres, ce qui a contribué à gonfler les positions intra-bancaires (Osugi 1990).

3 Les émissions obligataires par les résidents

Le marché obligataire est longtemps resté réservé au Trésor et aux banques de Crédit à Long Terme. Les entreprises et les city banks étaient confrontées à de sévères restrictions. Les assouplissements s'échelonnent entre 1977 et 1985, date à laquelle l'obligation de collatéral disparaît, sous l'impulsion d'ailleurs de la déréglementation des émissions en euro yen. A partir de cette date, les émissions d'obligations classiques et d'obligations à warrants ont littéralement explosé.

Mais elles continuent de se faire principalement à l'étranger, tant les commissions restent élevées pour les émissions domestiques ⁴⁶. une partie des fonds ainsi récoltés est swappée en yen par les banques et retourment sur le territoire national.

44. Les Certificats de Dépôts sont introduits en 1979, puis leur montant unitaire est progressivement abaissé et les autres contraintes réglementaires assouplies. Il en va de même pour les Money Market Certificates, à partir de 1984, et le commercial paper à partir de 1988. pour plus de détails voir Osugi (1990), Wang et Nicolai (1991) et Takeda et Turner (1992).

45. Sur les différents compartiments du marché monétaire et leurs liaisons, voir Avouyi-Dovi, Galibert et Nicolai (1989), Bonin (1990), Kasman Rodrigues (1991).

46. Le coût d'émission d'une obligation classique (10 milliard Y, à 7 ans, coupon 5 %) se monte à 194 millions Y sur l'euro-marché (dont 6 millions environ pour la banque) contre 233 millions de Y sur le marché domestique (dont 80 millions de Y pour la banque) Takeda Turner 1992.

Tableau 4 : Emissions obligataires des entreprises japonaises

	1980	1985	1988	1989	1990	1991
Total tri Yen	1.7	6.8	15.3	21.8	11.4	14.3
f%	(41)	(62)	(50)	(57)	(70)	(59)
Classiques	1.2	3.4	2.6	2.7		
f%	(17)	(71)	(62)	(61)	(62)	(52)
Convertibles	0.5	1.9	2.2	2.9	3.4	4.6
f%	(100)	(47)	(50)	(59)	(17)	(11)
à Warrants	0	1	4.9	9.2	3.1	4
		(100)	(100)	(90)	(87)	(90)

Source : Nomura Research Institute, cité dans Takeda et Turner (1992)

f% : poids des émissions à l'étranger

4 L'article 65 de la Securities and Exchange Law

L'article 65 sépare les activités bancaires des activités sur les marchés de titres. C'est par la création de filiales à l'étranger que les banques ont pu contourner, quoique partiellement, cette réglementation. En effet les filiales sont restées soumises à l'« Agrément des 3 Bureaux » (3 Département du MOF) leur interdisant de conduire les émissions de leurs clients. Les maisons de titres ont donc gardé ce monopole, même à l'étranger. Cependant les capacités de placement des banques leur ont permis de s'introduire dans ces métiers. Ainsi ont-elles pu suivre leur clientèle, lors des émissions massives dans les années 1985-1989. Les récents aménagements de ce dispositif seront vus plus loin.

Ainsi la différence de cadence entre déréglementation interne et externe explique-t-elle la très brutale accélération de l'activité internationale des banques japonaises, ainsi que la tournure particulière qu'elle a prise. Lorsque cette discordance entre degrés de réglementation se réduit suffisamment, l'expansion internationale cesse.

A cet égard, la déréglementation du marché interbancaire domestique a atteint un point crucial en novembre 1988, quand l'obligation de collatéral est supprimée. Durant l'année 1989, quelques nouveaux assouplissements sont introduits, rendant l'interbancaire domestique beaucoup plus maniable. Cela a sans nul doute incité les banques à réduire, puis à rapatrier leur activité interbancaire internationale (*Tableau 1*).

En définitive, la rapide croissance internationale des banques japonaises

durant les années 80, ne peut être interprétée comme le triomphe de leur compétitivité. En partie artificielle, en raison des contournements de la réglementation domestique, elle s'est fait suivant des modalités particulières.

Une proportion importante de leurs crédits à la clientèle a servi la clientèle japonaise, aussi bien sur le territoire qu'à l'étranger. Pour le reste, les banques japonaises ont participé tardivement à la dangereuse euphorie des grandes opérations internationales. Pour soutenir ce rythme de croissance, les refinancements interbancaires étaient considérables. Les banques japonaises ont pu dissimuler, un temps seulement, leurs erreurs stratégiques : la crise financière qui ouvre la décennie 90 sonne le glas d'une stratégie de volume.

La fragilisation domestique : la montée des risques

Le recentrage des banques japonaises à la fin des années 80 fait partie d'un puissant mouvement de retour des capitaux au Japon. En effet, à la suite des accords du Louvre, le gouvernement japonais s'est engagé à relancer la demande intérieure. Et pour ce faire, les autorités monétaires ont maintenu les taux d'intérêt à court terme à des niveaux très faibles. Du début de l'année 1986 au milieu de l'année 1987, le taux d'escompte passe de 5 % à 2,5 %, niveau auquel il se maintient jusqu'au milieu de l'année 1988. A la croissance du crédit interne qui en est résultée, s'est ajoutée l'augmentation considérable des émissions d'obligations internationales. Cette liquidité abondante a alimenté les sorties de capitaux et l'asset inflation au Japon.

Après cette période de forte liquidité, un resserrement se produit avec le doublement des taux courts entre 1988 et 1990. Les sorties nettes de capitaux ont commencé à se réduire en 1988 pour laisser place à des entrées nettes en 1991. Sans entrer ici dans des analyses qui nous entraîneraient trop loin, plusieurs points méritent d'être soulignés :

– durant les années 80, les institutions qui gèrent l'épargne institutionnelle, ont été autorisées à augmenter la proportion de leurs fonds placés à l'étranger. Le rattrapage qu'elles ont opéré, cesse à la fin de la décennie.

Tableau 5 : Titres étrangers détenus par les investisseurs institutionnels japonais (en % du total des titres détenus)

	1980	1985	1988	1989	1990	1991
Cies d'assurance vie	9	26.4	31.1	33.9	30	28,4
" " " non vie	7.4	19.4	22.3	26.1	29,1	28,5
Comptes de trust	2.2	14	15.3	17	19,4	22,1
Assurance vie Poste	0	6.7	11.3	11.2	11,6	12,1
Norinchukin Bank*	4,3	10,3	18.3	20.7	22,7	32,6

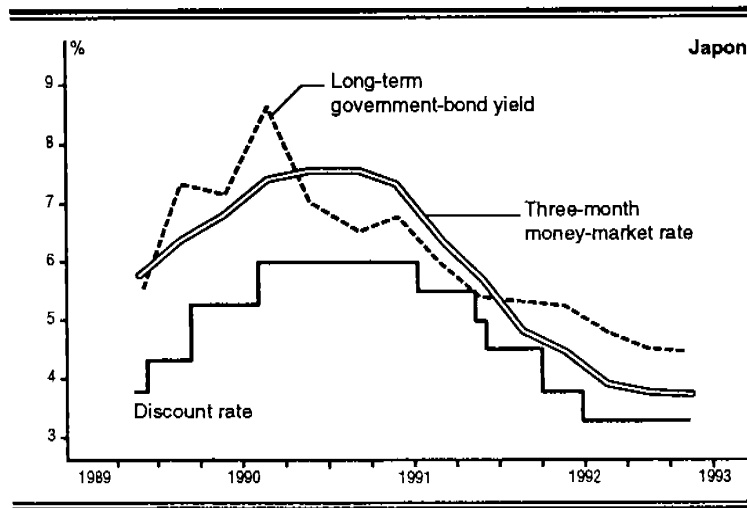
Source : Takeda et Turner (1992)
* Banque Agricole

– les fonds levés sur les marchés internationaux, particulièrement en 1989, reprennent temporairement le chemin de la sortie ;
 – à la suite de la hausse des taux au Japon, les investisseurs japonais ont tardé à opérer les arbitrages entre les rendements de leurs placements en dollar et en yen. Mais quand ceux-ci se réalisent, ils affectent violemment les mouvements de capitaux ⁴⁷.

Le brutal renversement de conjoncture financière au début de l'année 1990 va considérablement modifier le comportement des banques, qui avaient déjà à réagir à la déréglementation antérieure. Dans le nouveau contexte monétaire japonais, la hausse des taux d'intérêt a des conséquences directes et indirectes sur les banques. Elles se combinent avec les effets induits de la déréglementation antérieure pour contribuer à les fragiliser.

Graphique 1

L'évolution des taux d'intérêts



219

Sources : The Economist 23 / 01 / 1993 (Bank of Japan)

Ce n'est qu'au milieu de l'année 1991 que le taux d'escompte recommence à baisser. Cependant cette baisse ne suffira pas à améliorer la situation financière de l'économie japonaise. La fragilisation financière finira même par se transmettre à l'économie dans son ensemble durant l'année 1992, entraînant une récession d'une ampleur jamais vue au Japon depuis la guerre. Le plan de relance annoncé en août 1992 (80 milliards de dollars) n'a pas encore été mis en œuvre, la Commission budgétaire de la Diète n'ayant donné son accord qu'en décembre pour un collectif budgétaire de 16 milliards de dollars.

47. Voir Osugi (1990), Artus Dupuy (1991) et Aglietta (1992).

Les conséquences directes de la hausse des taux sur les banques

Tout d'abord, les hausses du taux d'escompte intervenues entre 1988 et 1990 augmentent le risque de taux et réduisent la marge d'intérêt. En effet, à la suite de la déréglementation des taux créditeurs, elles se transmettent rapidement aux passifs bancaires, dont plus de 60 % des ressources sont à taux libres depuis 1990 (contre moins de 20 % en 1986). Mais dans un contexte de désintermédiation à l'actif, et afin de maintenir leurs parts de marché, les banques ne répercutent pas complètement cette hausse sur les crédits ⁴⁸. Par ailleurs, les banques ne recourent que rarement aux produits dérivés pour se couvrir contre le risque de taux.

Cependant le pincement des marges d'intérêt qui en résulte ⁴⁹ ne se traduit pas immédiatement par la baisse des profits : les banques ont pu le compenser par l'augmentation des commissions et des profits sur devises, ainsi que par la cession d'actions dont les cours continuent de monter jusqu'à la fin 1989 ⁵⁰. De 20 % en 1980, les revenus hors intérêts dans le revenu brut des banques est passé à 24 % en 1985 et à 36 % en 1990 ⁵¹.

En second lieu, les banques ont été amenées à augmenter les risques de liquidité et de contrepartie. Pour améliorer leur rentabilité, les banques ont été incitées à faire davantage de transformation, d'autant plus que la réglementation, qui contraignait les city banks à des échéances courtes s'est aussi relâchée. Les crédits à plus d'un an sont passés de 33 % des crédits totaux en 1980 à 57 % en 1991.

S'agissant du risque de contrepartie, il augmente pour plusieurs raisons. Tout d'abord, même si elle n'est répercutée que partiellement, la hausse des taux augmente le risque de défaut de la clientèle. Ensuite, dans le nouveau contexte financier, les banques contrôlent moins facilement la situation financière des grandes entreprises. Celles-ci se sont largement endettées sur les marchés internationaux, à coût presque nul, et ont utilisé une partie des fonds ainsi récoltés pour se livrer à une importante activité financière, souvent spéculative (Zaitech). Les retournements de conjoncture financière et les mouvements de change affectent rapidement désormais la santé financière des entreprises clientes.

Enfin, la désintermédiation à l'actif a poussé les banques à rechercher la clientèle des PME et des ménages ⁵², ainsi que des sociétés financières spécialisées dans les prêts immobiliers.

48. Voir dans Osugi (1990) comment les banques ont modifié les modes d'établissement des taux sur les crédits.

49. Entre 1988 et 1989, Daicibi ou Sumitomo ont une très légère augmentation de la marge d'intérêts (0.1 % et 3.1 % respectivement), la baisse est très prononcée pour Misubishi (-7.8 %), Fuji (6.9 %) et Sanwa (-5 %) (Wang Nicolai 1991).

50. Pour les banques citées plus haut, les augmentations sont en moyenne de 25 % pour les commissions, 77 % pour les profits sur devises et 9 % sur cessions de titres (Wang Nicolai 1991).

51. Voir BRI Rapport Annuel 1992.

52. Entre 1985 et 1991, le poids des crédits aux PME dans les crédits totaux des city banks passent de 50 % à 72 %. S'agissant des ménages, le poids de leur endettement dans leur revenu disponible brut a augmenté de 26 % durant ces années (Takeda et Turner 1992).

Les conséquences indirectes

En mettant un terme à l'« asset inflation », la hausse des taux a eu des conséquences indirectes sur la santé des banques, conséquences indirectes, au moins aussi dangereuses que les conséquences directes. Avec la libéralisation financière, les chocs boursier et immobilier ont remis en cause certaines particularités de l'intermédiation japonaise.

Le choc boursier qui se produit en janvier 1990 fait baisser le Nikkei de 48 % en 1990, soit une baisse de la capitalisation boursière d'environ 2 000 milliards de dollars. La remontée des cours en 1991 ne sera que de brève durée. En mars, puis en août 1992, le Nikkei plonge de nouveau, franchissant successivement les seuils des 20 000 puis des 15 000. L'annonce du plan de relance en août n'a qu'un effet temporaire, des mesures effectives tardant à se préciser. Malgré les dispositions plus ou moins explicites prises par le MOF, la remontée du Nikkei reste faible ; il se situe aux alentours de 17 000 fin 1992.

L'ampleur des participations croisées (environ la moitié de la capitalisation boursière) réduit la proportion des titres effectivement échangés, ce qui accentue la volatilité du marché boursier japonais et donne une tournure particulière au risque de système local ⁵³.

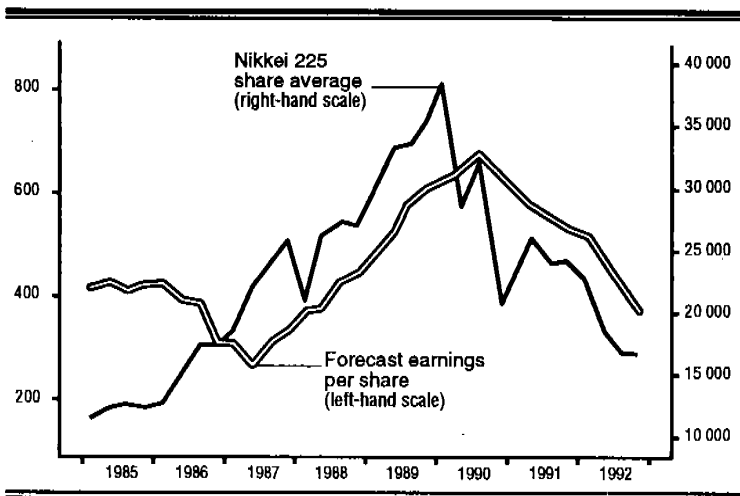
Le portefeuille de titres des banques est composé pour 1/3 environ d'actions japonaises, ce qui correspond à plus de 1/3 de la capitalisation boursière. En deux ans, les plus-values latentes sur ces titres ont été réduites de moitié. Elles ne permettent plus de compenser le pincement de la marge d'intérêts et n'assurent plus les banques, avec la même efficacité, contre le risque de liquidité.

Les émissions d'obligations liées à des actions de la fin des années 80 se traduisent par de fortes demandes de remboursement, puisque, avec la baisse des cours, les options d'achat d'actions ne seront pas levées. Et les entreprises, dont les banques détiennent les actions, se trouvent dans la même situation. Plus généralement, la baisse des cours affecte aussi bien les créanciers que les débiteurs des banques, ce qui contribue à augmenter le risque de contrepartie et de liquidité. Enfin, les augmentations de capital deviennent impossibles dans ce contexte.

Outre le choc boursier, les banques sont également atteintes par le choc immobilier. En effet devant le retrait des crédits à la clientèle des grosses sociétés depuis le milieu des années 80, les banques ont beaucoup augmenté leur exposition directe et indirecte au risque immobilier. Comme les autres investisseurs, elles ont fait preuve d'un « aveuglement au désastre » caractérisé.

53. A titre d'exemple, 8 % seulement des actions des banques étaient régulièrement échangés en bourse.

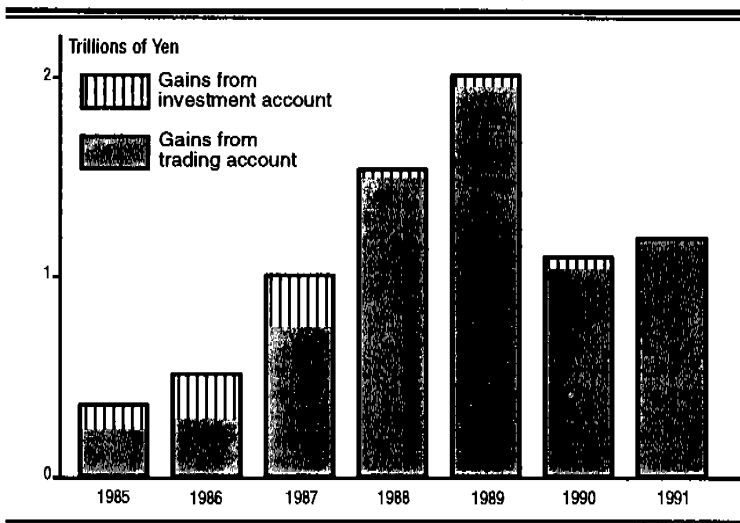
Graphique 2
L'évolution du Nikkei



Sources : The Economist 14 / 11 / 1992 (Bering Securities)

222

Graphique 3
Plus-values sur titres des city-banks japonaises



Source : Frankel Morgan (1992)

Tableau 6 : Evolution des prêts des city banks, garantis par des actifs immobiliers (en % des prêts totaux)

	Mitsui Taïyo	Daïchi Kangyo	Sumitomo	Mitsubishi	Fuji	Sanwa
1985	16.5	16.1	14.6	17.4	14,6	15,6
1989	24.5	25.1	26.1	24.7	22,3	18,3
Encours *	8 921	8 192	7 832	7 032	6 554	5 308

Sources: Lettre de Conjoncture BNP Janvier 1991

* Encours en milliards de Yen en 1989

En effet, d'après Guttentag et Herring (1986), l'aveuglement au désastre implique que des événements envisageables, mais rares, sont affectés d'une probabilité nulle dans les anticipations des investisseurs. Cette probabilité *a priori* évite la récolte d'informations et favorise les comportements moutonniers. Tout investisseur qui dépenserait en information ou suivrait un comportement prudent se trouverait rapidement désavoué par le marché.

De 1983 à 1990, la croissance de l'ensemble des crédits immobiliers s'est faite à un rythme moyen annuel de 19 %, et à son pic entre 1986 et 1987, elle atteint 30 %. Dans les banques, les nouveaux prêts hypothécaires représentent la moitié des nouveaux crédits entre 1987 et 1988, et la dimension unitaire des prêts a doublé en 6 ans.

Les banques japonaises ne se sont pas contentées d'augmenter leurs prêts hypothécaires, elles ont également financé des institutions financières⁵⁴, moins solides qu'elles, pour que celles-ci puissent participer à la spéculation immobilière : en 1990, 11 % de leurs actifs sont vis-à-vis de ces institutions.

Enfin les crédits bancaires garantis par des terrains ou des immeubles ont également beaucoup augmenté. En mars 1990, ils constituent 23 % des crédits bancaires contre 16 % en 1985. Une fois la baisse des prix amorcée, on comprend les réticences des banques à tester le marché immobilier en mettant en vente des terrains... à la suite du défaut de leurs clients.

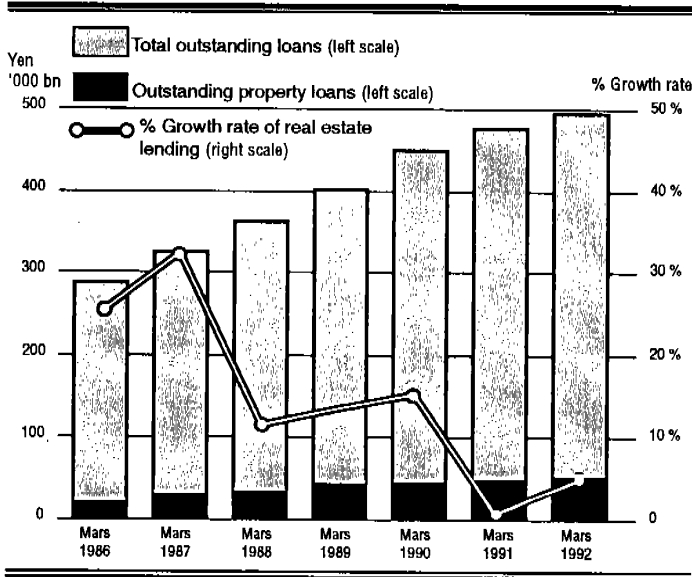
En définitive, la déréglementation et le reversement de conjoncture financière, qui s'est diffusé à l'économie réelle⁵⁵, ont contraint les banques à un recentrage domestique et à une profonde remise en cause de leur

54. Bien que relevant du MITI, ces sociétés financières ont fait l'objet d'une étude par le MOF en 1991. Entre 1989 et 1990, leurs prêts de toute nature ont augmenté de 47 % (contre 12 % pour les banques), et 40 % de leurs prêts totaux finançaient directement des sociétés et des promoteurs immobiliers, soit un montant de 180 milliards de dollars (contre 17 % et 500 milliards de dollars pour les banques). Si l'on tient compte de leur exposition indirecte, c'est 60 % de leurs prêts qui sont liés à l'immobilier *The Economist* 16 février 1991.

55. Sur ces enchaînements, voir Aglietta (1992).

Graphique 4

Les prêts immobiliers des banques japonaises

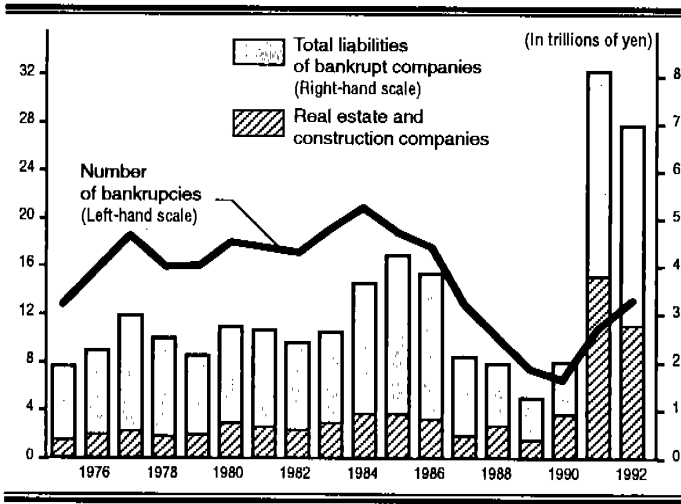


224

Source : Financial Times 27 / 11 / 1992

Graphique 5

Evolution des faillites



Source : Tokeda Tsurur (1992)

mode de fonctionnement. Leur fragilisation financière s'accompagne d'une insécurité accrue face aux évolutions de l'ensemble du contexte économique japonais.

Quelles métamorphoses de l'intermédiation bancaire japonaise ?

Les modifications du contexte japonais ont déjà fortement contraint les banques japonaises à modifier leurs stratégies. La concurrence qu'elles vont exercer au niveau international dans les années à venir s'en trouvera transformée. Soumises à de plus fortes exigences de fonds propres, elles doivent, comme leurs concurrentes, réorienter leur stratégie vers une meilleure rentabilité. Les difficultés de nombreuses institutions financières de second rang contraignent les grandes institutions, singulièrement les 11 city banks à une profonde restructuration du secteur bancaire et financier. Ces mutations seront d'autant plus longues et difficiles que la croissance de l'économie japonaise s'est très sérieusement ralentie. Mais il n'est pas certain qu'elles contraignent les banques commerciales à perdre leur rôle de main bank.

Des contraintes de fonds propres

Au moment où l'intermédiation bancaire japonaise devient plus risquée, les banques ont dû se plier aux exigences des ratios Cooke. Ce renforcement des fonds propres est intervenu, alors même qu'il devenait plus difficile et coûteux d'en lever sur les marchés. Dès lors l'avantage en capital dont les banques japonaises ont bénéficié durant leur période de croissance, est anéanti.

225

Dans la négociation sur ces ratios prudentiels, les banques japonaises ont obtenu l'autorisation d'intégrer 45 % de leurs plus-values latentes dans les quasi-fonds propres. Jusqu'au krach boursier de 1990, les contraintes de capitalisation ne sont pas apparues comme très pressantes. Mais à partir de 1990, ces préoccupations sont devenues beaucoup plus vives, au point que leur notation s'est détériorée sur les marchés internationaux.

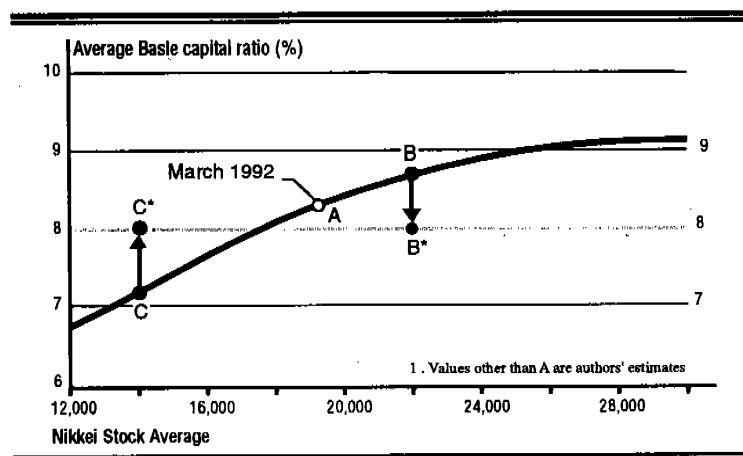
Pour atteindre les ratios requis, elles ne peuvent plus, dans le nouveau contexte financier, émettre des actions ni intégrer des plus-values latentes dans leurs quasi-fonds propres. Il ne leur reste que deux solutions :

- émettre massivement des dettes subordonnées comme quasi-fonds propres ; ce qu'elles ont été autorisées à faire en juin 1991 et pour des montants considérables⁵⁶ ; ces émissions ont été largement souscrites par les Compagnies d'assurance et les grandes entreprises ;
- nettoyer leurs bilans : comme elles ne peuvent pas aisément céder des

⁵⁶ En mars 1992, elles en avaient émis pour 45 milliards de dollars, soit environ 50 % de leurs quasi-fonds propres à la fin de l'année fiscale 1991 (Frankel Morgan 1992).

Graphique 6

Relation entre le cours des actions japonaises et les ratios Cooke des city-bonds japonaises

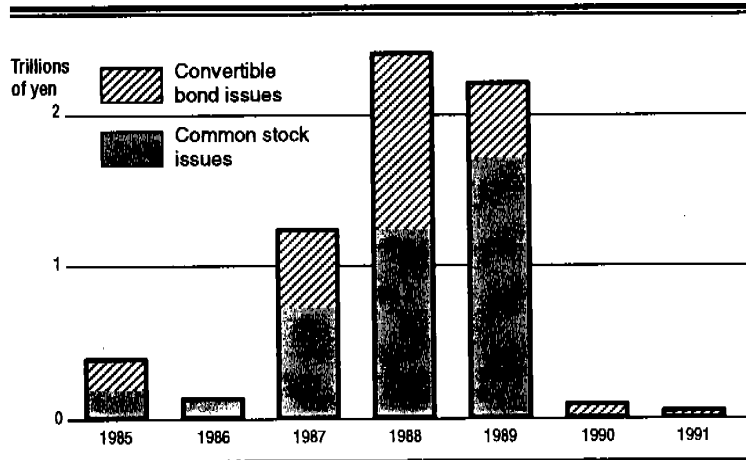


Source : Frankel et Morgan (1992)

226

Graphique 7

Les augmentations de capital des city banks japonaises



Source : Frankel Morgan (1992)

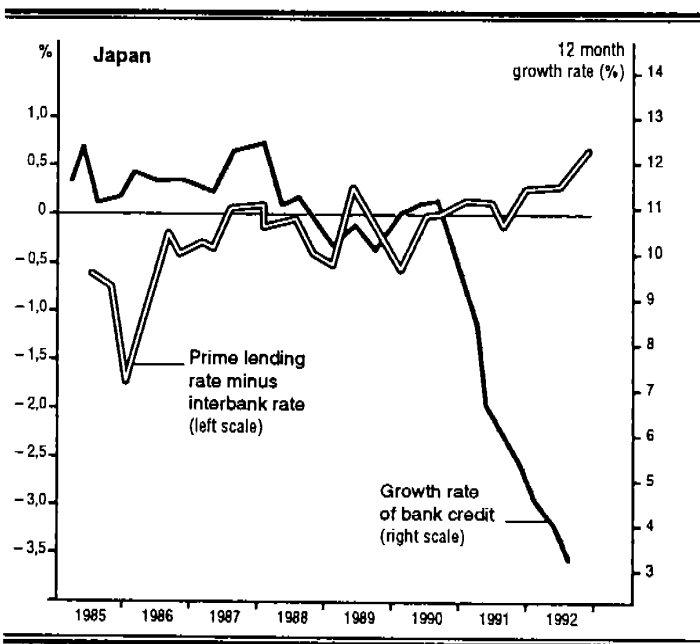
crédits en l'absence de structures appropriées à la titrisation, malgré un assouplissement intervenu en fin 1991, elles sont devenues plus sélectives dans leurs nouveaux crédits. La croissance des crédits est brutalement arrêtée (entre mars et septembre 1992, ils n'ont augmenté que de 0.7 %), entraînant un ralentissement aussi brutal de la croissance de la masse monétaire.

Objectif de rentabilité et recherche de nouveaux métiers bancaires

La taille ne peut plus être l'objectif premier des banques japonaises. Non seulement les effets d'échelle ne se sont pas manifestés d'une manière évidente ⁵⁷. Mais de plus ce critère a perdu de son poids dans l'appréciation de leur solidité par les marchés : les indicateurs de rentabilité et de solvabilité sont devenus primordiaux. Enfin la croissance de l'activité bancaire est beaucoup plus contrainte qu'auparavant par le coût du capital.

Graphique 8

Marge d'intérêt et crédit bancaire



Sources : OCDE 1992, Financial Times 21 / 12 / 1992

57. Comme le souligne U. Muldur (1991), rares sont les études économétriques tentant de vérifier l'existence d'effets d'échelle dans les banques japonaises. De plus, à la lumière de l'analyse qu'il fait des nombreux travaux sur la question, l'auteur fait bien ressortir la faiblesse de ces effets dans les autres systèmes bancaires durant la récente décennie.

On s'interroge également sur l'étendue des effets de synergie entre les diverses activités des banques. Fondées sur l'hypothèse que de tels effets devaient être puissants, les stratégies de globalisation, adoptées par de nombreuses banques internationales durant les années 80, ont été abandonnées par nombre d'entre elles, au profit d'une plus grande spécialisation.

S'agissant des banques japonaises, le test qui est opéré par Tachibanaki, Mitsui et Kitagawa (1990) revient à repérer les synergies éventuelles entre l'activité de crédit, conçue dans une optique de production et non d'intermédiation, et les autres services, que les auteurs cantonnent à la détention d'actions des entreprises. Les résultats qui portent sur la période 1985-1987 font apparaître de forts effets de gamme.

Cependant ces résultats paraissent fragiles : ils dépendent étroitement de la hausse des cours qui se sont manifestés durant la période, ce qui conduit à penser que les banques ont bénéficié d'une sorte de rente, plutôt que d'économies de coûts. S'il est indéniable que les participations croisées remplissent une fonction dans l'assurance de liquidité fournie par les banques, il est peu probable que cela puisse se traduire directement dans des économies de coûts, difficilement repérables, au demeurant, en l'absence d'une affectation précise des coûts.

En second lieu, les banques japonaises ne peuvent faire qu'un nombre limité d'opérations sur les titres de leurs clientèle crédit. Une partie importante de ces opérations reste aux mains des maisons de titres. Enfin, les multiples subventions croisées que recèlent ce type d'intermédiation rend la précision des tests quelque peu dérisoire.

En définitive, comme le remarque U. Muldur, les particularités de l'intermédiation japonaise (ou allemande) interdisent une application trop directe de ces textes, mieux adaptés au fonctionnement des banques américaines, même s'ils présentent, là aussi, certaines faiblesses.

Comme dorénavant la croissance et la sécurité des banques japonaises dépendent étroitement de leur rentabilité, son augmentation devient une préoccupation majeure, alors même que les moyens d'y parvenir sont devenus plus complexes.

Tant que les plus-values sur titres pouvaient compenser des marges d'intermédiation étroites, la rentabilité apparente des banques restait bonne. Avec la plongée des cours, les banques ne peuvent plus recourir à cette forme particulière de subventions croisées. Ceci va les contraindre à une meilleure analyse de la rentabilité propre de chaque compartiment de leur activité.

Profitant de la baisse des taux d'intérêts créditeurs consécutive à celle du taux d'escompte, elles ont pu augmenter leur produit net bancaire durant l'année fiscale 1991, mais leurs bénéfices avant impôts ont encore baissé :

les provisions pour créances douteuses continuent d'obérer leur rentabilité d'ensemble ⁵⁸.

Tableau 7 : Evolution du bénéfice net des principales city banks

	03 1986	09 1992	variations en %	
	Mds yen	Mds yen	1986-1992	1991-1992
Daïchi Kangyo	70	29	-59	-42
Sumitomo	82	38	-54	-41
Mitsubishi	70	33	-53	-37
Fuji	72	26	-63	-56
Sanwa	68	40	-41	-34

Sources: Financial Times 3/5/1986 et 27/11/1992

La mise en place en janvier 1993 d'un fonds destiné au rachat des créances douteuses des banques (Coopérative Credit Purchasing Co.) devrait permettre aux banques ⁵⁹, de commencer à nettoyer leurs bilans en cédant à l'organisme les droits qu'elles ont sur les biens immobiliers apportés en garanties de leurs prêts ⁶⁰. La faible capitalisation du fonds (8 milliards yen), apportée par les grandes banques, laisse penser que d'autres apports, notamment budgétaires ou plus probablement du FILP ⁶¹ devraient être faits ultérieurement. Si l'expérience du sauvetage des Saving and Loans américaines montre les difficultés qu'une telle institution a à surmonter, il est probable, néanmoins, que les banques pourront assainir leurs comptes et en tirer quelques avantages fiscaux.

229

Enfin, menacées par la désintermédiation à l'actif, les banques japonaises devront étendre la gamme de services proposés à la clientèle. S'agissant de la clientèle des grosses sociétés, et à la faveur de la modification de l'article 65, les city banks vont pouvoir, à partir de 1994, développer leur activité liée aux marchés primaire et secondaire des obligations de leur clientèle, sans pouvoir néanmoins diriger les émissions obligataires des entreprises clientes. Ces opérations devront être faites par des filiales spécialisées et afin d'ériger une muraille de Chine entre la maison mère et sa filiale, les cadres mutés dans la seconde ne pourront retourner dans la maison-mère ⁶².

58. Les provisions sont traditionnellement très faibles dans les banques japonaises. Ce n'est qu'après un délai de 6 mois sans paiement d'intérêts que les banques sont censées passer des provisions. Mais pour éviter d'en arriver là, bien souvent elles réduisent les taux des clients en difficulté et réaménagent les dettes. Cependant malgré ces difficultés, les provisions pour créances douteuses ont été multipliées par 5 durant l'année fiscale 1991.

59. Le dispositif sera peut-être ultérieurement étendu aux sociétés financières non bancaires, Les Echos 27/01/1993.

60. Tout en fournissant un plancher, sans doute artificiel, au prix de l'immobilier...

61. Le Fiscal Investment and Loan Programme est alimenté par l'épargne récoltée par la Poste, qui est transférée par le Ministère des Postes à ce fonds au MOF, qui peut en disposer comme d'un « shadow budget » - Financial Times 2/11/1992.

62. Ces dispositifs interdisent donc toute activité liée aux actions. Ils ne constituent sans doute qu'une étape vers une libéralisation plus complète, mais qui n'interviendra que très progressivement.

S'agissant de la clientèle des ménages, les dégâts du choc immobilier ne seront pas réparés très rapidement, même si le marché du logement donne quelques signes, très localisés, de reprise.

En développant des produits de masse rémunérateurs (carte de crédits), et des activités peu consommatrices de fonds propres et de liquidité (conseil et Hors Bilan) dans leurs relations avec les entreprises, les banques vont encore réduire leur dépendance de la marge d'intérêts et modifier le jeu concurrentiel au Japon même.

Les city banks et la restructuration du secteur financier

Les banques japonaises ne vont pas échapper à la vague de restructuration du secteur financier au niveau international, consécutive à l'accumulation de surcapacités durant la précédente décennie. Elles ont déjà commencé à rationaliser leur réseau international. Elles devront également secourir les trust banks de leur keiretsu. Et il n'est pas exclu que le MOF les contraigne à restructurer certaines banques régionales ou des coopératives de crédit en difficulté ⁶³.

Quant aux maisons de titres, elles sont pratiquement toutes en difficultés, particulièrement les sociétés de petite et moyenne dimension qui appartiennent aux keiretsus ⁶⁴. Pendant la période de hausse des cours, elles ont fait de volumineux investissements en matériel, et n'ont pas eu besoin d'affiner leurs stratégies généralistes pour faire du profit. Avec le krach, la baisse des cours a réduit la valeur de leurs portefeuilles. De plus, le volume des transactions est tombé bien en dessous du seuil qui permet aux petites maisons de titres de survivre ⁶⁵, même en l'absence de concurrence sur les commissions qui ne sont pas encore libérées. Enfin les pratiques financières douteuses et les nombreux scandales financiers ont jeté le discrédit sur ces institutions, grandes ou petites. D'ailleurs, là aussi, les opérations de sauvetage ont déjà commencé ⁶⁶.

Une main bank transformée

L'ensemble de ces mutations financières vont-elles conduire à la désintégration du rôle des mains banks dans les keiretsus? Plusieurs

63. A titre d'exemple, la Toyo Shinkin bank d'Osaka (scandale Onoué, qui a atteint l'ITB) dont les agences seront reprises par des banques locales, et le reste par Samwa Bank, tandis qu'ITB et Fuji Bank vont annuler 70 % de leurs créances sur Toyo Shinkin Bank.

64. Durant l'année fiscale 1991, les quatre grandes maisons de titres ont vu leur profit baisser rapidement (entre 50 % et 75 %) ; Yamaïchi était même en pertes. Mais par rapport aux petites, elles sont moins dépendantes du volume de transactions, puisqu'elles sont seules à occuper le créneau des émissions, souscriptions et placements de titres privés.

65. Fréquemment en dessous de 200 millions de titres par jour (contre plus de 1 500 millions avant le krach), il faudrait que le volume de transactions soit au moins multiplié par 3 pour qu'elles puissent survivre.

66. Par exemple, Sakura Bank envisageait au milieu de l'année 1992 de fournir des prêts à bas taux à Yamatane (une des plus importantes maisons de titres après les 4 « grandes »), et d'envoyer des représentants pour redresser la société.

éléments militent en ce sens. Mais si certaines particularités de l'intermédiation ancienne ont déjà disparu, il est probable que l'on assistera plutôt à un nouvel aménagement du rôle des banques dans l'organisation financière des keiretsus.

Il ne fait pas de doute que, depuis la phase d'euphorie financière, le rapport de force entre banques et grandes sociétés industrielles s'est modifié. A partir du milieu des années 80, ces dernières sont devenues extrêmement profitables et liquides. Elles ont utilisé les nouvelles techniques financières pour lever des fonds à très bas coûts sur les marchés internationaux et les sociétés financières qu'elles ont créées ont pu leur procurer d'abondants produits financiers⁶⁷. Ce double mouvement a réduit leur dépendance vis-à-vis des banques et il est possible qu'elles se sentent plus libres de faire jouer la concurrence.

Mais ce renversement de rapport de force n'implique pas nécessairement la fin des relations à long terme dans le keiretsu. En témoigne le soutien que les grandes entreprises et les compagnies d'assurance ont apporté aux banques, quand celles-ci ont émis des dettes subordonnées pour se recapitaliser.

Tableau 8 : Evolution de la production et du bénéfice avant impôt dans divers secteurs industriels (1992)

	Production	Bénéfice avant impôt
Chimie	- 4.8%	- 38%
Métaux	- 7.4%	- 60.7%
Produits Pharmaceutiques	+ 4.4%	+ 4%
Biens d'équipements	- 8.8%	- 50%
Pâte à papier	- 4,8%	- 60.7%
Electronique	- 5,5%	- 55%
Automobile	- 1,6%	- 52.8%

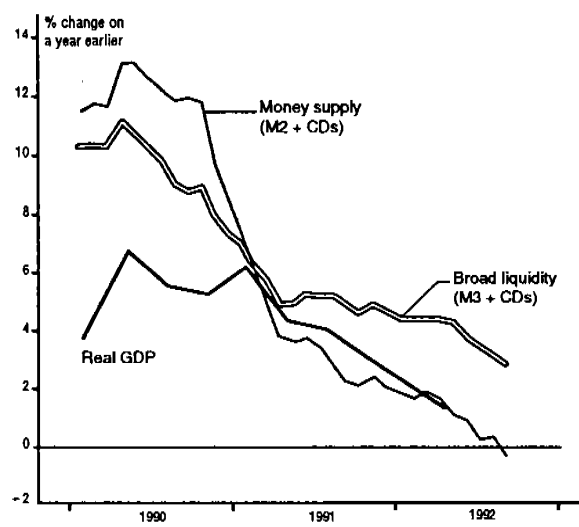
Source : Financial Times 2/12/1992

En outre, il n'est pas certain que les grandes entreprises puissent s'affranchir de leurs rapports avec les main banks. En effet, à la suite du retournement de conjoncture, le brutal ralentissement de la croissance et la baisse des bénéfices des entreprises⁶⁸ ont de nouveau accru leur

67. Les sociétés acbeminaien les fonds vers des « tokkin funds » et récupéraient les plus-values sur tirros, sous forme de dividendes.

68. Après les baisses des bénéfices qui se sont déjà produites pendant les années fiscales 1990 et 1991, les 518 plus grosses entreprises industrielles ont vu leurs bénéfices avant impôt baisser de 38 % entre mars et septembre 1992 (Nomura, Financial Times 2/12/1992).

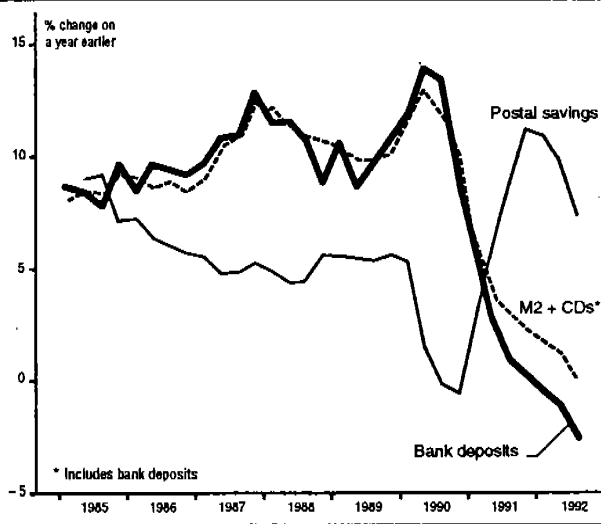
Graphique 9
Évolution de la masse monétaire et du PIB



Source : The Economist 31 / 10 / 1992

232

Graphique 10
Évolution de la masse monétaire, des dépôts bancaires et de l'épargne postale



Source : The Economist 26 / 12 / 1992

dépendance vis-à-vis des banques. Et en dépit des améliorations du marché obligataire, de nombreuses difficultés demeurent et rendent ce marché peu liquide. Seules les entreprises bien cotées pourront émettre des euro-obligations pour refinancer les émissions massives de la fin des années 80⁶⁹.

Les autres devront reprendre le chemin des banques pour faire face aux remboursements qui vont s'échelonner jusqu'en 1995. Le réaménagement de ces dettes fera appel à de nouveaux procédés, qui mettront moins à contribution les bilans bancaires. En accédant aux métiers liés aux obligations, et en améliorant leur expertise, les banques japonaises pourront étendre les services qu'elles rendent aux entreprises de toute taille, et développeront leur activité Hors Bilan. Autrement dit, elles diversifieront leurs procédés d'assurance de liquidité.

En fournissant moins de fonds aux grosses entreprises, les banques pourront davantage intégrer les PME dans les réseaux des keiretsus. Le réseau des relations interindustrielles n'a pas de raison de se désintégrer. Et, comme on l'a vu précédemment, en réduisant les asymétries d'information, il constitue un terrain propice à la construction de relations de long terme avec les banques. C'est ainsi que, grâce à leur rôle dans les restructurations du secteur financier, les city banks vont pouvoir étendre leur réseau de relations aux secteurs de l'économie qui sont restés à l'écart des mutations technologiques et financières, mettant ainsi à profit de nouvelles réserves de croissance à long terme.

233

Enfin, la crise financière a fait prendre conscience aux épargnants des dangers de certains placements boursiers et immobiliers. Le coût de cet apprentissage est sans doute élevé, mais il favorise la demande d'assurance de liquidité. Pour l'instant les épargnants ont favorisé le Système Postal, qui propose encore des produits plus avantageux que les banques. Mais à la faveur de la restructuration bancaire, qui permettra aux grandes banques commerciales d'étendre leurs réseaux au-delà des grandes villes, les city banks pourront aviver la concurrence qu'elles vont faire à la Poste.

Certes, à court terme, le ralentissement dans la croissance des dépôts bancaires ne facilite pas la reprise des crédits ; mais, indirectement, l'épargne postale pourrait bien profiter aux banques : acheminée vers le FILP, elle constitue une arme du MOF pour enrayer les conséquences trop désastreuses de la crise financière.

L'ensemble de ces éléments permettent de penser que si les city banks parviennent à s'adapter aux nouvelles conditions de l'intermédiation, elles pourront étendre leur rôle de main bank à de nouveaux secteurs de l'économie japonaise. Pour cela, il faut qu'elles acquièrent une meilleure expertise dans les nouvelles modalités de financement des entreprises et

69. Sony et Matsushita ont chacune lancé un gros emprunt de 1 milliard de dollar en 1992.

qu'elles puissent diversifier les opérations qu'elles font avec la clientèle. En s'insérant davantage dans les marchés de dettes, elles vont pouvoir s'attacher la clientèle des grosses entreprises, tout en réservant une partie de leurs capacités de prêts à la clientèle des entreprises moyennes. Elles tendront ainsi vers un modèle de banque universelle, qui semble mieux adapté aux conditions financières de cette fin du xx^e siècle.

Conclusion

Grâce à une intermédiation domestique peu risquée jusqu'au milieu des années 80, les grandes banques commerciales japonaises ont pu se lancer dans une croissance internationale spectaculaire. Une lecture en terme d'asymétrie d'information de leurs relations avec les entreprises des keiretsus, complétée par l'analyse des dispositifs financiers et monétaires qui prévalaient avant la libération progressive du contexte financier japonais, nous ont permis de relever certaines particularités de l'intermédiation bancaire japonaise, tant nationale qu'internationale.

Cependant une analyse plus fine de leurs opérations internationales, a mis en évidence quelques symptômes de leur faiblesse, avant qu'elles ne subissent, depuis le début 1990, les chocs financiers domestiques. Comme le précise M. Aglietta (1992), ces chocs sont eux-mêmes le résultat de la « greffe » de la libéralisation financière sur des pratiques et un contexte financier particulier.

Contraintes à une révision complète de leur stratégie, elles sont en train de s'adapter à un contexte financier nouveau. La déréglementation financière n'est pas arrivée à son terme ; d'autres partages de l'activité financière vont encore modifier le paysage institutionnel japonais et les city banks seront au centre de ces restructurations. Mais il n'est pas certain qu'à la faveur de ces mutations, leur rôle de main bank disparaisse. Il nous semble, au contraire, qu'il devrait se renforcer, tout en acquérant plus de souplesse. L'ensemble de ces mutations devrait permettre un assainissement des pratiques financières, une meilleure appréciation des risques par les institutions financières, et une allocation du capital plus satisfaisante.

Dès lors, il se pourrait que les grandes banques commerciales reprennent, assez vite, le chemin de l'international, en ayant acquis une nouvelle expertise dans les nouveaux métiers de la finance. La concurrence qu'elles pourront alors exercer, risque d'être bien plus aiguë que celle qu'elles ont menée naguère.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGHION P., DEWATRIPONT M., REY P. (1990) : "On renegotiation design",
European Economic Review 34, 1990
- AOKI M. (1984) : " Risk sharing in the corporate group" in *The economic analysis of the Japanese firm*. Aoki ed. Elsevier Sc. publ. 1984
: "Shareholders' non unanimity on investment financing: banks vs. individual investors, in *The economic analysis of the Japanese firm*, Aoki ed. Elsevier Sc. publ. 1988
: "Aspects of the Japanese firm" in *The economic analysis of the Japanese firm*, Aoki ed. Elsevier Sc. publ. 1984
(1988) : *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge Univ. Press 1988
- ARTUS P., DUPUY C. (1991) : "Flux financiers du Japon: la rupture de 1990", CDC Mars 1991
- AVOUI-DOVIS, GALIBERT A., NICOLAI J.P. (1989) : Modernisation des marchés et fonctionnement de la politique monétaire au Japon: un premier bilan, Documents de travail CDC n° 1989-15
- BRI : "Evolution de l'activité bancaire et financière internationale", différentes années
Rapports annuels, différentes années
- BONIN E. (1990) : "Peut-on comprendre l'évolution des taux au Japon ?", CDC octobre 1990 235
- CHEVALLIER-FARAT Th. (1988) : " Le rôle du marché interbancaire international", *Revue d'Economie Politique* Septembre 1988
(1989) : La concurrence dans l'intermédiation bancaire internationale, Rapport pour le Commissariat au Plan n° 2687
(1991) : "L'impact des relations interbancaires sur la concurrence bancaire internationale", CGP octobre 1991
(1992) : "Pourquoi des banques", à paraître, *Revue d'Economie Politique* 1992
- CORBETT J. (1990) : Comment on FELDMAN (1990) in *Japanese financial growth*, C. Goodhart, G. Sutija ed. 1990
- CORRIGAN T. WATERS R. (1991) : "Japan turns to securitization", Financial Times 20/3/1991
- CRAWFORD V. (1987) : "International lending, long term credit relationship and dynamic contract theory" Princeton Studies in *International Finance* n° 59 March 1987
- DALE R. (1990) : "Japan's banking regulation: current policy issues", in *Japanese financial growth*, C. Goodhart, G. Sutija ed. 1990
- DIAMOND D. (1984) : " Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies* LI 1984
- DIAMOND D. DYBVIK P. (1983) : "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy* vol 91 n° 3 1983

- DOHNER R. TERREL H. (1991) : "The determinants of the growth of multinational banking organisations", in *Protectionism and international banking*, G.Fels G.Sutija ed., MacMillan 1991
- DUFEEY G. (1990) : "The role of Japanese financial institutions abroad", in *Japanese financial growth*, C.Goodhart G.Sutija ed. 1990
- DUSER J. (1990) : *International strategies of Japanese banks: the European perspectives*, E.von Pfeil ed., Mc Millan 1990 *the Economist* : "A survey of Japanese finance", Décembre 1990
- FELDMAN R. (1986) : *Japanese financial markets: deficits, dilemmas and deregulation*, MIT Press 1986
- (1990) : "The future of Japanese banking", in *Japanese financial growth*, C.Goodhart, G.Sutija ed. 1990
- FRANKEL A., MONTGOMERY J. (1991) : "Financial structure: an international perspective", *Brookings Papers on Economic Activity* 1991
- FRIED J., HOWITT P. (1980) : "Credit rationing and implicit contract theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol 12 n° 3 Aug. 1980
- GUTTENTAG J., HERRING R. (1986) : "Disaster myopia in international banking", *Essays in International Finance*, Princeton n° 164 Sept. 1986
- HARDLEY E. (1984) : "Counterpoint on business groupings and government-industry relations in automobiles", in *The economic analysis of the Japanese firm*, Aoki ed, Elsevier Sc.Publ.
- HARRIS M., RAVIV A. (1990) : "Capital structure and the informational role of debt", *The Journal of Finance* Vol XLV n° 2 June 1990
- HELLEWIG M. (1977) : "A model of borrowing and lending with bankruptcy" *Econometrica*, n° 45 Nov. 1977
- (1991) : "Banking, financial intermediation and corporate finance", in *European financial integration*, A.Giovannini, C.Mayer ed., Cambridge Univ.Press 1991
- HIRTLE B. (1991) : "Factors affecting the competitiveness of internationally active financial institutions", *Quarterly Review*, Fed.Res.Bank of New York, printemps 1991
- HODDER J., TSCHOEGL A. (1985) : "Some aspects of Japanese corporate finance" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 20 n° 2 June 1985
- HOSHI T., KASHYAP A., SCHARFSTEIN D. (1991) : "Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly Journal of Economics* Feb.1991
- (1991) : "Bank monitoring and investment: evidence from the changing structure of Japanese corporate banking relationships, NBER WP n° 3079
- IGAWA K., KANATAS G. (1990) : "Asymmetric information, collateral and moral hazard" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 25 n° 4 Dec.1990
- ISHIKAWA T. UEDA K. (1984) : "The bonus payment system and Japanese personal savings" in *The economic analysis of the Japanese firm*, Aoki ed, Elsevier Sc.Publ. 1984
- JAIN A., GUPTA S. (1987) : "Some evidence on "herding" behavior of U.S. banks",

- Journal of Money, Credit and Banking*, vol 19 n° 1 1987
- KITAMURA T. (1991) : "Investment in financial services, in Japanese direct investment in Europe", M. Yoshitomi, Averbury 1991
- LELAND H. PYLE D. (1977) : "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediaries", *The Journal of Finance*, May 1977
- MA. C. (1991) : "Adverse selection in dynamic moral hazard", *Quarterly Journal of Economics* Feb. 1991
- MAYER C. (1988) : "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, n° 32 1988
- MAYER C., ALEXANDER I. (1990) : "Banks and securities markets: corporate financing in Germany and the United Kingdom, *Journal of Japanese and International Economics* n° 4 1990
- NAKATANI I. (1984) : "The economic role of financial grouping" in *The economic analysis of the Japanese firm*, Aoki ed, Elsevier Sc. Publ. 1984
- NICOLAI J.P. (1990) : "La crise financière du premier semestre 1990", CDC octobre 1990
- OKUNA. (1981) : *Prices and quantities a macroeconomic analysis* Basil Blackwell Oxford 1981
- OSANO H., TSUTSUI Y. (1985) : "Implicit contracts in the Japanese bank loan market" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol 20 n° 2 June 1985
- OSUGI K. (1990) : "Japan's experience of financial deregulation since 1984 in an international perspective", BIS Economic, Papers n° 26 janvier 1990
- RIVAUD-DANSET D. (1991) : "La relation banque-entreprise: une approche comparée, *Revue d'Economie Financière*, Mars n° 16 1991
- SEWARD J. (1990) : "Corporate financial policy and the theory of financial intermediation" *The Journal of Finance*, Vol XLV, n° 2 June 1990
- SHARPE S. (1990) : "Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: a stylized model of customer relationships", *Journal of Finance*, Vol XLV n° 4 Sept. 1990
- STIGLITZ J. (1985) : "Credit markets and the control of capital" *Journal of Money, Credit and Banking* vol 17 n° 2 1985.
- STIGLITZ J., WEISS A. (1981) : "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, n° 71 June 1981
- (1983) : "Incentive effects of termination: applications to the credit and labor market" : *American Economic Review*, n° 73, 1983
- SUZUKI Y. (1992) : *The Japanese financial system*, Clarendon Press, Oxford, 1992
- TERREL H. (1990) : Comment on R. DALE in *Japanese financial growth*, C. Goodhart G. Sutija ed. 1990
- (1990) : "The activities of Japanese banks in the United Kingdom and in the United States, 1980-1988", Fed. Res. Bulletin February 1990
- WATSON C. (1990) : Comment on R. DALE in *Japanese financial growth*, C. Goodhart, G. Sutija ed. 1990
- ZIMMER A., MCCAULEY R. (1991) : "Bank cost of capital and international competition", *Quarterly Review*, Fed. Res. Bank of New York Winter 1991

- WANG Y. NICOLAI J.P. (1991) : "La situation des grandes banques japonaises à la fin 1990 : une première analyse descriptive", CDC mars 1991
- WILLIAMSON S. (1986) : "Costly monitoring, financial intermediation and equilibrium credit rationing", *Journal of Monetary Economics* n° 18 1986

Compléments de Bibliographie

- AGLIETTA M. (1992) : Les dérapages de la finance japonaise *Economie et Prospective Internationale*, n° 51 3^e trimestre 1992, CEPII
- FRANKEL A., MORGAN B. (1992) : Deregulation and competition in Japanese banking, Board of Governors, *Federal Reserve Bulletin*, août 1992
- FUKAHO M. (1990) : Liberalization of Japan's foreign exchange controls and structural changes in the balance of payments, *Monetary and Economic Studies*, n° 8 BOJ
- (1992) : International differences in the cost of capital, *Memorandum*, OCDE, novembre 1992
- KASMAN B., RODRIGUES A. (1991) : Financial liberalization and monetary control in Japan, *Quarterly Review* FED New York, vol. 16 n° 3 automne 1991
- MULDUR U. (1991) : Echelle et gamme dans les marchés bancaires nationaux et globaux, *Revue d'Economie Financière*, n° 17, été 1991
- TACHIBANAKI T., MITSUI K., KITAGAWA H. (1990) : Economies of scope and intercorporate share ownership in the Japanese banking industries, Colloque de l'Economie industrielle, Lisbonne septembre 1990, communiqué par U. Muldur
- TAKEDA M., TURNER P. (1992) : The liberalization of Japan's financial markets: some major themes, BIS Economic Papers n° 34 novembre 1992