



# LES INSTITUTIONNELS JAPONAIS : ÉVOLUTION ET RÉVOLUTION

JEAN-FRANÇOIS ESTIENNE \*

Rarement objet de l'intérêt des milieux financiers et des médias français - sauf en cas de crise - le Japon est pourtant en passe de réussir une mutation majeure de son système financier. Cette mutation, encore inachevée, mais déjà irréversible, devrait attirer l'attention, ne serait-ce que dans la mesure où la seconde économie du monde, pratiquement tirée d'affaire, est le seul membre asiatique du G8<sup>1</sup>. L'Archipel est, en outre, bien placé pour tirer profit du décollage de l'économie chinoise (en 2003, le PIB nominal du Japon est trois fois supérieur à celui de la Chine...).

La mutation en cours vise à solder le passif de l'implosion de la « bulle » financière des années 1980 et à placer l'Archipel parmi les bénéficiaires de la mondialisation.

Voyons ainsi comment la gestion financière japonaise, au cœur de la tourmente financière, a pu s'adapter, voire se renouveler de manière parfois douloureuse, souvent radicale, mais en ayant toujours en ligne de mire l'impératif de se forger un nouveau destin. Le processus de mutation en voie d'achèvement répond donc à une problématique initiée voici déjà 20 ans. Il est proposé ci-après de restituer le cours des événements et les enchaînements ayant conduit à un tel besoin présent d'adaptation structurelle et de décrire le paysage actuel par la causalité<sup>2</sup>.

## *UN PAYSAGE LONGTEMPS FIGÉ*

Le paysage financier japonais, pourtant déjà de taille considérable bien que peu ouvert, n'attirait guère l'attention avant les années 1980.

\* Directeur, Proconsulting, nenkin01@aol.com.



Chaque compartiment des services financiers était parfaitement étanche, un peu comme aux États-Unis. En résultait un paysage cartellisé et figé, avec de très grands acteurs prépondérants, liés le plus souvent aux galaxies transversales des *keiretsu*. Ces derniers, au nombre de quatre ; Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo et Fuyo, ordonnaient la hiérarchie, voire l'activité des grands acteurs de la finance japonaise. Ainsi, le groupe Sumitomo, originaire du Kansai (région d'Osaka), le plus intégré de tous. D'origine industrielle (les métaux), ce groupe s'est forgé - comme ses homologues - une constellation financière aussi puissante qu'exhaustive : banque commerciale (Sumitomo Bank), de fiducie (Sumitomo Trust), maison de titre (Daiwa), compagnie d'assurance-vie (Sumitomo Life) et compagnie d'assurance dommages (Sumitomo Fire & Marine), pour ne citer que les principales. Dans chaque compartiment, les acteurs dominants sont des éléments de l'un des quatre grands *keiretsu*, à la notable exception, en assurance-vie, du numéro 2, Dai Ichi Life. La tutelle, alors exercée par le puissant (et aujourd'hui fortement amputé) ministère des Finances (MoF), se caractérisait par une relation de pouvoir quasi inversée. À tel point que la nouvelle tutelle des services financiers, la FSA, efficace et redoutée, est directement rattachée au pouvoir exécutif (le Premier ministre), cas rarissime pour un pays développé.

2

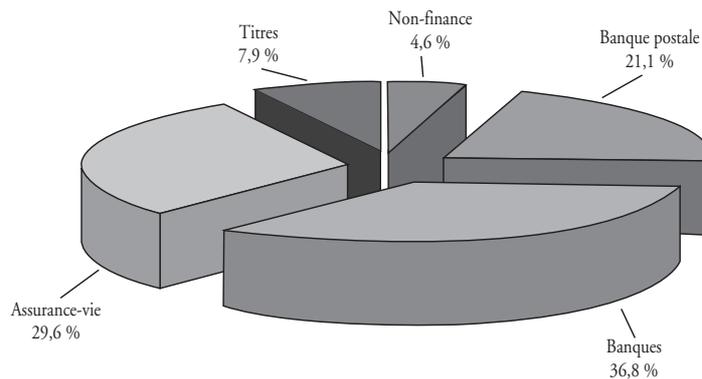
En matière de gestion financière, la taille colossale des montants à gérer était inversement proportionnelle à la liberté des gérants. Cela résulte en grande partie de la très forte aversion au risque de l'épargnant japonais (cf. graphique n° 1, *infra*), avec des règles rigides en matière de répartition du portefeuille de l'époque. Par exemple, les fonds de pension devaient non seulement déléguer la gestion à deux seules catégories d'acteurs (compagnies d'assurance-vie et banques de fiducie), mais en outre, respecter la règle (désormais abolie) des dixièmes dite « 5/3/3/2 ». Ce qui signifiait au moins 50 % de fonds d'État japonais (ou dette japonaise en yen de tout premier rang), un maximum de 30 % d'actions japonaises, pas plus de 30 % de titres étrangers, et au maximum 10 % d'immobilier. Cette règle (qui s'imposait aussi à la part provisionnée des retraites d'État) a longtemps empêché toute gestion dynamique et n'a pas permis aux prestataires étrangers d'apporter leur expertise et leur offre de service.

#### *Aversion au risque*

Contrairement à ce qu'une vision parfois rapide et imparfaite du Japon a pu parfois laisser croire, le Japon est une économie dont les comportements d'épargne (individuels ou collectifs) sont beaucoup plus proches de ceux que l'on rencontre en Europe Continentale que de l'Asie Continentale ou que des pays anglo-saxons. Le profil des

placements des ménages japonais dénote une profonde aversion au risque, comme indiqué au graphique n° 1 ci-après.

**Graphique n° 1**  
**Répartition de l'épargne des ménages japonais (2003)**



Source : ministère des Affaires générales, Enquête sur les ménages.  
Il s'agit des ménages dont au moins une personne est en activité. Montant moyen de l'épargne par ménage en 2003 : 12,92 M¥ (99 400 €).

Ainsi, si l'on considère que la quasi-totalité des avoirs des ménages à la banque postale, dans les banques commerciales et dans les compagnies d'assurance-vie sont de l'épargne peu risquée (et sans tenir compte de la part des obligations dans la détention de titres), pas moins de 87,5 % de l'épargne individuelle correspond à un choix de non prise de risque. Un tel profil d'épargne (non exempt de risques au regard des faillites de certaines institutions ou de la baisse du taux de rendement garanti des placements en assurance-vie) explique (ou aurait dû expliquer) la ventilation de leur portefeuille d'actifs financiers.

Il devient alors légitime de se demander comment le pays le plus éduqué du monde, l'un des plus riches, de surcroît particulièrement prudent, avec l'une des presses financières les mieux dotées en moyens et en qualité, a pu connaître une crise financière majeure, dont le traitement n'est pas encore achevé 15 ans plus tard. Deux explications sont ici proposées. L'une statique, de l'intérêt jugé suprême du maintien de la superstructure existante, ci-après exposée, l'autre plus dynamique, du mécanisme de la « bulle », exposé dans la prochaine partie du présent article.

#### *Le coûteux maintien de la superstructure existante*

La superstructure existante procède du « modèle » de capitalisme mis en place par le pouvoir politique et économique japonais du temps de



l'Ère Meiji<sup>3</sup>. Cette configuration, très bismarckienne (d'ailleurs d'inspiration en partie prussienne), a pour but de fournir à l'industrie un financement abondant, mais orienté, et a permis de faire émerger le Japon en quelques décennies dans le concert des Nations ayant conduit et réussi leur révolution industrielle. Après la Guerre du Pacifique, l'armée américaine *via* le proconsul Douglas Mac Arthur, conservera ce dispositif en l'aménageant de manière à éviter tout retour de l'impérialisme. Le triomphe économique japonais de l'après-guerre a conforté les autorités et les acteurs économiques japonais dans la pertinence de ce modèle, jusqu'aux années 1980, qui seront évoquées ci-après. L'Histoire permet de comprendre pourquoi, aux premières secousses, le réflexe de la plupart des acteurs, État compris, a été de consolider l'édifice existant, qui en 100 ans ou plus, avait démontré sa robustesse. Concevoir un modèle alternatif, plus ouvert et plus libre, hors les récriminations persistantes des étrangers privés d'un accès réel au marché local, n'était guère envisagé. À l'inverse, les autorités, en l'absence de remise en cause structurelle, ont voulu agir de manière conjoncturelle en multipliant les plans de relance, à partir d'un dispositif peu transparent appelé « Second budget ». On aboutit à une situation où la part des travaux publics dans le PIB dépasse actuellement 5 % au Japon, contre 3,2 % en France et aux États-Unis, et 1,5 % en Allemagne et au Royaume-Uni.

4

#### *Le gonflement de la « bulle »*

Après la décennie 1960 de la production de masse et du rattrapage économique (aidé par la puissance américaine, comme en Europe), la décennie 1970 est celle des premiers chocs. Le *Nixon Shock* de 1971 met fin à la convertibilité du dollar des États-Unis en or, puis survient le choc pétrolier de 1973, particulièrement rude pour le Japon (comme la France, dépourvu de ressources d'énergies locales). Le Japon, seul, réagit de manière radicale au renchérissement du coût de l'énergie en modifiant en profondeur son système de production, avec un coût social non négligeable. Ainsi, l'Archipel sortira presque renforcé du second choc pétrolier, ayant seul procédé aux adaptations nécessaires. La décennie 1980 est celle de la consécration de la réussite économique et financière japonaise : l'Archipel devient la seconde puissance économique du monde, de surcroît créancier du monde, et singulièrement des États-Unis. En matière commerciale, le succès du Japon est tel qu'il doit faire face à des réactions négatives parfois vives des plus riches de ses pays clients.

Le Japon bénéficie alors d'un mécanisme vertueux et considérable d'enrichissement, renforcé par un taux de change particulièrement favorable : à l'époque, le taux est de 1 \$US = 240 ¥. Sous l'impulsion des États-Unis, les banques centrales se concertent pour agir sur le yen

et les accords du Plaza aboutissent à un renchérissement important et brutal de la devise japonaise, qui passe à 168 ¥ pour un dollar (des discussions similaires ont lieu actuellement au sujet de la devise chinoise).

Mais l'augmentation rapide de la devise japonaise n'a pas eu l'effet escompté de porter atteinte aux exportations japonaises. Les réactions hostiles aux exportations japonaises avaient déjà conduit les industriels japonais à installer des usines dans les pays clients. Avec le nouveau taux de change, les exportations japonaises deviennent certes plus chères pour les consommateurs des pays clients, mais les coûts d'implantation à l'étranger diminuent considérablement pour les producteurs japonais. En outre, en 20 ans, les produits japonais étaient devenus des objets de consommation sophistiqués et haut de gamme, bénéficiant d'une clientèle nombreuse et fidèle sur les marchés les plus solvables. Comme pour le choc pétrolier, l'adaptation de l'outil de production japonais a donc été rapide et efficace et la hausse de la devise japonaise aboutit au résultat inverse de celui escompté : les parts de marché n'ont pas été vraiment atteintes et les profits, au moins en dollars, s'envolent. La reconfiguration du système de production et d'exportation devient efficace au point que les profits, en yen aussi, s'envolent.

Parallèlement à son âge d'or économique, le Japon connaît un âge d'or financier. Le système bancaire alors configuré de manière très efficace pour une croissance endogène, n'est pas en mesure d'accompagner à grande échelle le besoin de leurs clients industriels d'investir massivement à l'étranger. Ces derniers recourent donc, pour financer leur développement à l'étranger à un financement extra-bancaire. La décennie 1980 est donc celle de l'explosion du marché obligataire « euro » à Londres, des émetteurs non résidents d'obligations libellées en dollars, assorties d'un *warrant* sur l'action de l'émetteur. Les industriels japonais ont donc accès à une source de financement abondante et bon marché, leur permettant de renforcer leur présence industrielle et commerciale dans les pays clients. Ces succès financier et économique conjugués génèrent une augmentation considérable des profits des entreprises japonaises (renforcée par un marché intérieur important et vigoureux), ce qui aboutit à une augmentation de leur valeur boursière.

Cet enrichissement, rapide et macroéconomique aboutit à une importante disponibilité de ressources pour de nombreux acteurs économiques japonais (entreprises et ménages) qui se traduit par une hausse de la demande de biens fonciers et immobiliers. L'augmentation soudaine et forte de la devise japonaise avait abouti, facteur psychologique supplémentaire, à propulser la valeur foncière du



Japon vers des sommets, dans les comparaisons internationales exprimées en dollars.

Beaucoup d'entreprises japonaises étant propriétaires fonciers et immobiliers, voient de ce fait leur valeur patrimoniale augmenter, ce qui renforce leur valeur boursière.

La croissance conjuguée de la Bourse et du marché immobilier déclenche une spirale spéculative : beaucoup d'acteurs mettent des titres en nantissement pour l'acquisition de biens fonciers. L'augmentation rapide du marché immobilier permet de revendre rapidement avec une plus-value considérable, et entre-temps, les titres mis en nantissement ont également connu une augmentation rapide de leur valeur boursière. L'emballement est tel que le marché foncier japonais devient le premier du monde, et la Bourse japonaise de Tokyo devient la première capitalisation mondiale. Des situations aberrantes apparaissent : une tenancière de bar de la région d'Osaka devient un acteur majeur de la Bourse locale, et certaines entreprises industrielles font 90 % de leurs profits à partir de leur portefeuille financier.

Une situation d'emballement est constatée (par exemple, les ratios prix/bénéfices des entreprises japonaises deviennent astronomiques) et des craintes sont émises : le rôle majeur du Japon peut conduire à une catastrophe économique et financière internationale si ce pays implose. La propagation d'un risque systémique inquiète donc. Les conditions objectives d'une implosion de la « bulle » sont ainsi réunies.

#### *L'implosion de la « bulle »*

Les opérations spéculatives sur la Bourse et dans l'immobilier se font de plus en plus souvent à crédit, donc à découvert. Le recours des grandes entreprises japonaises au financement extra-bancaire *via* le marché euro prive les grandes banques commerciales japonaises d'une bonne part de leurs opérations de crédit provenant de leurs clients de premier rang. Ces banques se tournent alors vers des clients de moindre qualité, et financent des opérations de plus en plus risquées, qui généreront une part non négligeable des « prêts douteux » que ces établissements continuent d'apurer de leur bilan à grands frais. M. Mieno, alors gouverneur de la Banque du Japon, fait part de son inquiétude devant l'augmentation rapide de la vitesse de circulation de la monnaie. Fin 1989, ce dernier relève fortement le taux d'intérêt, après avoir prononcé de nombreux avertissements, ignorés des spéculateurs. L'indice Nikkei connaît son plus haut historique à près de 40 000 ¥ lors de la dernière séance de l'année civile 1989. Ne pouvant se refinancer au coût anticipé, les spéculateurs sont contraints de vendre et la spirale spéculative s'inverse. Beaucoup d'acteurs croient à un repli passager et continuent d'acheter le marché. Comme le montre l'évolution de l'indice Nikkei, la

longue descente de l'indice boursier japonais s'effectue pendant de longues années et les niveaux actuels correspondent à environ un tiers du plus haut historique de fin 1989 (cf. graphique n° 2).

Les conséquences de la « bulle » (gonflement puis implosion) sont considérables pour les institutionnels japonais. Les banques commerciales doivent assumer un montant astronomique de créances douteuses. Seule la crainte de la réalisation d'un risque systémique affectant le système bancaire mondial a pu éviter - à un coût local macroéconomique - la faillite d'une grande banque japonaise. Les maisons de titres, du fait de la baisse catastrophique des performances des actions, perdent un nombre considérable de clients. La faillite de la maison de titre Yamaichi en 1997 annonce le caractère profond de la crise : il s'agit de l'un des quatre leaders du secteur et l'un des bras financiers de l'un des quatre grands *keiretsu*. C'est aussi désastreux en termes d'image pour les autorités, quand l'épargnant japonais prend conscience que l'État ne viendra pas systématiquement au secours de toutes les institutions défaillantes.

*« L'effet de ciseau sur les taux »  
et son impact sur l'assurance-vie et les retraites*

Une part importante de l'épargne individuelle japonaise s'oriente alors vers les compagnies d'assurance-vie. Contrairement aux autres institutionnels, elles se sont engagées à fournir une garantie en capital et en rendement. En l'absence de risque systémique qui aurait contraint les autorités à les protéger, elles seront les principales victimes de l'implosion de la « bulle ». Dès 1997, Nissan Life (sans rapport avec le constructeur automobile) sera ainsi la première des 7 compagnies d'assurance-vie japonaises à faire faillite. « L'effet-ciseau » sur les taux résulte de la garantie en capital et de rendement, dont la gestion ignorait la congruence actif/passif. Certains assureurs choisissent des placements plus risqués, croyant augmenter l'espérance de gain. En fait, les performances de la gestion baissent et les assureurs doivent réduire le rendement garanti. Mais l'adossement demeure problématique car, du fait de la politique de relance, les taux du marché baissent, aussi. Le rendement garanti passe de 7 % en 1989 à... 0 % en 2004, provoquant le départ d'une partie de la clientèle, déjà mise en méfiance par les faillites de certaines compagnies.

Les fonds de pension, soumis à l'époque à la règle « 5/3/3/2 » (cf. *supra*), ont aussi été victimes de l'effet de ciseau. Ces fonds sont implicitement à taux garanti, du fait du rendement anticipé des actifs<sup>4</sup> pris comme hypothèse actuarielle, du fait de la nature définie de la prestation à la charge de l'employeur. Ces fonds se sont révélés de plus en plus coûteux pour l'employeur (qui prend l'intégralité de la cotisation à



sa charge), au fur et à mesure du décalage constaté entre les performances financières attendues et les résultats de la gestion. Entre 1996 et 2003, pas moins de 342 fonds de pension (près de 20 %) ont disparu, perdant plus de 2 millions de cotisants. Les employeurs procèdent de plus en plus souvent à une migration vers une épargne-retraite à cotisation définie.

### *La tutelle est radicalement restructurée*

Mais de toutes les institutions japonaises affectées par la « bulle » et son implosion, ce sont les autorités financières, la tutelle elle-même qui a dû le plus se remettre en question. Au plus fort de la « bulle », le MoF était l'institution financière la plus puissante du monde. Hashimoto Ryûtarô, précisément ministre des Finances au moment de la « bulle », devient Premier ministre et met en place en 1996 le *Big Bang* de la finance japonaise, avec le slogan : *“Free, Fair, Global”*. Le Japon vit ainsi la situation peu ordinaire où la tutelle des services financiers échappe au ministère des Finances et se trouve, en effet, rattachée directement au pouvoir exécutif japonais, *via* la nouvelle et puissante agence appelée FSA (*Financial Services Agency*<sup>5</sup>). Cette nouvelle tutelle s'est taillée une réputation méritée de fermeté, de rigueur et de professionnalisme, sauvant les services financiers japonais et évitant une crise majeure japonaise, voire mondiale. Parmi les nombreux faits d'armes de cette agence, citons la cession à des groupes étrangers des 7 sociétés japonaises d'assurance-vie ayant fait faillite. Du point de vue japonais, la FSA a ainsi restauré l'image de la tutelle, en sauvegardant la valeur des bilans, la plupart des emplois et une part raisonnable des avoirs des particuliers. La connaissance de la situation difficile des entités a été renforcée par le recrutement de cadres provenant d'institutions ayant fait faillite. En ce qui concerne les banques, la situation du Japon est pour le moins atypique puisque l'Archipel est probablement le seul pays, au début du troisième millénaire, qui nationalise des banques.

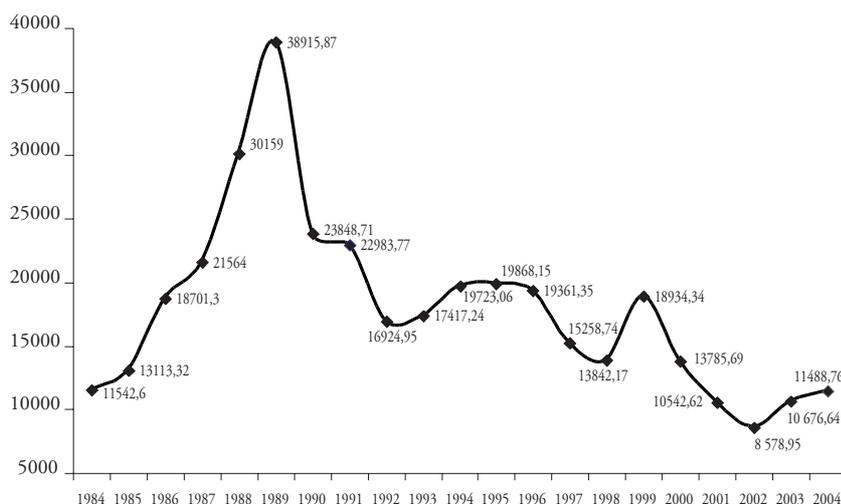
### *L'impact au Japon de la crise financière asiatique de 1997*

La fin des loyautés (croisées) qui était le socle du dispositif des *keiretsu* date en effet de la crise asiatique de 1997. Cette dernière, démarrant en Indonésie, puis en Thaïlande, s'est ajoutée, par son impact négatif, aux turpitudes nées de la « bulle ». Les banques commerciales japonaises ont, en effet, accompagné à l'époque nombre de leurs clients industriels dans leur développement asiatique et ont aussi consenti des prêts aux acteurs locaux. Quand la crise asiatique survient et, plus grave, affecte à son tour la Corée du Sud, les banquiers japonais ne comptent pas parmi les institutions les moins

exposées. Cette aggravation des prêts douteux dans leur dimension étrangère ajoute aux mauvais ratios des banques japonaises, au moment même où les ratios Cooke commencent à être appliqués. La crise asiatique survient à l'automne 1997, peu de temps avant l'échéance annuelle des prêts de trésorerie quand les banques japonaises accordent à leurs clients japonais, notamment et principalement à ceux de leur *keiretsu*, selon le dispositif dit de la banque de référence (*Main Bank*).

Ces prêts, depuis toujours destinés à favoriser l'expansion de l'outil industriel japonais, sont très avantageux pour l'emprunteur. Mais, fait peu connu, ces prêts avantageux sont assortis d'une option (*call*) qui permet au banquier de les rappeler à tout moment. Prises sous l'étau de leurs mauvais ratios de solvabilité, les banques exercent ces *calls*, mettant en péril une relation commerciale parfois centenaire pour sauver leur bilan. Se sentant trahies, les entreprises clientes sont prises à la gorge, car l'ensemble du marché des prêts de trésorerie se trouve d'un seul coup en pénurie, de surcroît quelques semaines avant la clôture des comptes annuels. Les trésoriers d'entreprise finissent par trouver des solutions palliatives pour boucler l'année. Mais le système reposant sur les loyautés a vécu. Le choc permettra d'ouvrir le marché des services financiers aux institutionnels par la liberté nouvelle des acteurs de choisir leur prestataire.

**Graphique n° 2**  
**Indice Nikkei 225 de la Bourse de Tokyo :**  
**clôture annuelle 1984-2004**



Source : Nikkei.

*LE NOUVEAU PAYSAGE, OPPORTUNITÉS ET TENDANCES**Un paysage bouleversé*

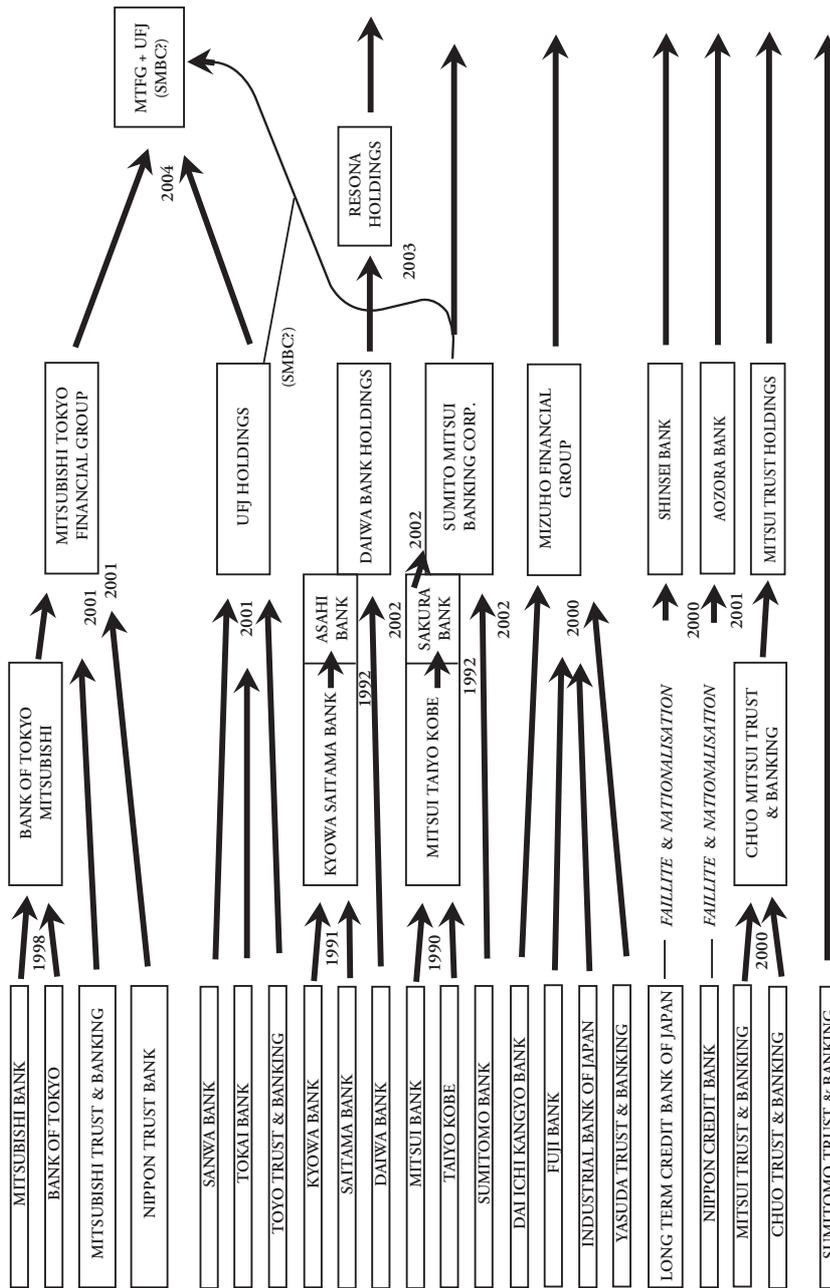
Quinze ans après l'implosion de la « bulle », chaque métier ayant subi un sinistre systémique, quel est le paysage des institutionnels japonais ? Les banques commerciales, à cause des prêts douteux, ont dû se regrouper pour mutualiser leur bilan, seul moyen d'éviter toute faillite. Les maisons de titres ont souffert de la baisse de l'indice Nikkei : de l'ancien groupe de tête des « quatre grandes », Yamaichi a disparu, et Nikko a dû passer sous le contrôle de Salomon Smith Barney. Pour l'assurance-vie, outre les 7 faillites, plusieurs grandes compagnies, comme les banques, ont dû fusionner. Les *trust banks*, pierre angulaire du capitalisme japonais traditionnel des *keiretsu*, conjuguant les maux des banques et ceux des assureurs-vie, ont dû se regrouper et subir des mesures radicales. Ainsi, l'ex-Daiwa Bank, devenue Resona, a dû scinder ses structures centrales de son réseau commercial, tout en fusionnant avec des banques régionales. Son équipe dirigeante a été débarquée par les autorités, qui ont imposé une baisse des salaires, et nationalisé une partie du capital, tout en permettant l'entrée d'actionnaires étrangers. L'assurance dommages, à cause d'un métier nécessairement plus tourné vers l'étranger (ne serait-ce que pour la mutualisation des risques naturels : sismique et typhons) a un peu mieux résisté, surtout le leader Tokio Marine, seul institutionnel japonais de classe mondiale.

10

*Les conséquences structurelles de l'implosion de la bulle :  
le débouclage des keiretsu et l'agrégation des grandes banques*

L'implosion de la « bulle » a, en effet, eu des conséquences qui ont dépassé la dimension des services financiers, transformant durablement la structure même du capitalisme japonais. (cf. graphique n° 3 : Restructuration du secteur bancaire au Japon). Les *keiretsu*, s'ils n'ont nullement disparu, ont subi une sévère restructuration : le groupe Mitsubishi n'a plus de maison de titres (Nikko a fusionné avec son partenaire américain) et la compagnie d'assurance-vie Asahi a, depuis plusieurs années la pire notation financière possible. Parmi ses points forts, figurent les institutionnels les plus performants du paysage japonais : Tokio Marine et Tokyo Mitsubishi Financial Group. Le groupe Mitsui passe progressivement sous le contrôle du groupe Sumitomo. Ce dernier, originaire d'Osaka, est le *keiretsu* qui conserve le plus grand degré de cohésion et étend même son emprise. Le groupe Fuyo lui, a disparu : la maison de titre Yamaichi a été mise en faillite en 1997 et les autres entités du groupe, comme la banque Fuji ou les assureurs Yasuda, ont été absorbés dans des entités plus grandes. En conséquence, les deux *keiretsu* qui subsistent à cette mutation sont, d'une part, Mitsubishi

**Graphique n° 3**  
**Restructuration du secteur bancaire au Japon**



Source : Proconsulting.



(affaibli) et Sumitomo (renforcé par la prise du contrôle d'une bonne part du groupe Mitsui).

L'agrégation des grandes banques, autrefois concurrentes pour créer des établissements géants, comme Mizuho, UFJ ou Resona, n'est pas la moindre des tâches initiées sous la férule souvent impitoyable de la FSA. La FSA n'endosse par pour autant le dangereux adage *too big to fail*, mais fait preuve de pragmatisme<sup>6</sup> : pour un même risque systémique, il vaut mieux surveiller quelques géants convalescents qu'une foule d'acteurs moyens partant dans tous les sens.

### *L'émergence des acteurs étrangers*

La reconfiguration du paysage institutionnel des acteurs des services financiers japonais favorise sans conteste les prestataires étrangers, candidats à l'accès au second marché d'épargne du monde. C'est cependant une « victoire » sous forme d'invitation, s'appréciant plus en termes de parts de marché que de profits. La déréglementation japonaise est allée très loin. Certaines barrières réglementaires demeurent, comme l'attente de la libéralisation complète de la bancassurance, mais s'appliquent à tous les acteurs.

L'activité de courtage de titres est celle où les étrangers ont pu le plus tôt acquérir un accès important au marché. Cette activité, dans sa partie en amont (hors réseau de distribution local) est, depuis longtemps, mondialisée. Les acteurs étrangers ont fait pression depuis les années 1980 pour avoir accès au marché local. L'implosion de la « bulle » a mis à mal le secteur local et a renforcé le poids des acteurs étrangers, capables, eux, de fournir une performance financière à leurs clients institutionnels même quand l'indice baissait<sup>7</sup>. Les institutionnels japonais, devant les performances très pénalisantes de la gestion confiée aux prestataires de référence de leur *keiretsu*, ont dû se tourner vers des prestataires choisis selon le seul critère de la performance. Cela priva les courtiers japonais d'une part grandissante de leur clientèle institutionnelle. Les acteurs étrangers n'ayant pas de réseau, ont ensuite commencé à déposer et obtenir des licences leur permettant d'élaborer des produits séduisants destinés à l'épargnant japonais et les réseaux financiers japonais, cherchant à garder leur clientèle individuelle, ont dû se résoudre à les vendre. Le phénomène s'est amplifié au point que le secteur (hors distribution<sup>8</sup>) est désormais majoritairement entre les mains des acteurs étrangers.

Le secteur des *trust banks* est quasiment hors d'atteinte, dans sa déclinaison réseau de détail et entreprises, des investisseurs étrangers, si l'on exclut l'entrée à hauteur de 5 % de Crédit Agricole Asset Management dans le capital de la Banque Resona.

L'assurance-vie est l'exception : ce secteur, autrefois le plus fermé (la part de marché des étrangers ne dépassait (sauf niches) guère les 3 %,

dont les 2/3 détenus par le groupe AIG. Les faillites successives de compagnies de taille moyenne ont permis à la plupart des acteurs mondiaux de l'assurance-vie de posséder un réseau de distribution local au Japon : AIG, GE Capital, Prudential, ING, AXA entre autres. On conclura sur la présence des acteurs étrangers par la reconnaissance d'une prépondérance certaine des acteurs américains, avec de notables exceptions européennes, dont AXA. Il reste certainement de l'espace disponible pour d'autres acteurs européens, du simple fait de la communauté philosophique et historique d'une culture d'aversion au risque.

### *L'introduction d'une véritable industrie de la gestion financière*

La conséquence la plus marquante de l'implosion de la « bulle », c'est l'explosion quantitative et qualitative de la gestion pour compte de tiers au Japon, tant dans sa dimension institutionnelle que dédiée à l'épargnant individuel<sup>9</sup>, avec une présence fortement majoritaire des acteurs étrangers. Rappelons que si l'industrie japonaise de la gestion a montré si peu de performances, ce n'est pas nécessairement dû à un manque de capacité technique<sup>10</sup>. Cette performance insatisfaisante résulte plutôt du double carcan de la réglementation de l'époque et des *keiretsu*. Prenons l'exemple des fonds de pension japonais, qui fonctionnent en prestations définies, avec des hypothèses de rendement élevées. Ces rendements attendus (en rappelant que l'obligation de délégation de la gestion demeure) se sont rarement matérialisés, les fonds étant confiés pour leur gestion à l'assureur-vie et à la *trust bank* du *keiretsu*, qui jouissent *de facto* d'un duopole. La situation de la plupart des fonds s'aggrave au moment où les autorités les rendent responsables<sup>11</sup> des choix de gestion et du profil risque/performance choisi<sup>12</sup>. Les fonds de pension, devant désormais assumer leurs choix, s'affranchissent au moins partiellement des loyautés autrefois imposées, et profitent des initiatives des autorités qui ouvrent largement, bien que par étapes, le marché aux acteurs étrangers. Ces derniers, ainsi que les prestataires japonais qui ont choisi d'être compétitifs, proposent des solutions respectant la congruence actif/passif de leurs clients. Au même moment, les compagnies d'assurance-vie, prises dans l'effet de ciseau des taux (taux garantis élevés, rendements inférieurs), souhaitent aussi, comme beaucoup d'autres institutionnels japonais, bénéficier de services de gestion permettant au gérant d'avoir une meilleure lisibilité du risque et de l'espérance de performance. La disparition des contraintes réglementaires des choix imposés des *keiretsu* et l'ouverture du marché de la gestion aux acteurs nouveaux, étrangers ou non, ont ainsi permis le rapide développement d'un marché désormais diversifié, ouvert, concurrentiel et de taille majeure. Les acteurs français<sup>13</sup> de la gestion, à des degrés divers, s'y sont intéressés.



Les acteurs étrangers majeurs sont américains, avec Citigroup, Goldman Sachs, State Street et bien sûr Fidelity, pour ne citer que ceux-là.

Notons cependant l'avantage des Européens continentaux (dont les Français, bien sûr), dans les produits structurés et toute formule fournissant une réponse rassurante à l'aversion au risque.

### Le marché des fonds « grand public » au Japon

Le marché des fonds « grand public », d'une taille d'environ 40 000 Md¥ en 2004 (environ 307 Md€) se répartit en fonds actions aux 2/3 de l'ensemble, contre 3 % en monétaire et le solde, environ 30 %, en obligataire.

Si les gérants (maisons de titres) japonais, occupent le haut du classement, certaines sociétés de gestion françaises font plutôt bonne figure. Selon l'Association japonaise de gestion, si le premier étranger Fidelity vient en 7<sup>ème</sup> position, Crédit Agricole Asset Management (CAAM) est le troisième étranger, certes en 16<sup>ème</sup> position, mais juste derrière Golman Sachs, 11<sup>ème</sup> du marché. Le second français est SGAM, 9<sup>ème</sup> étranger, derrière Citigroup mais avant AIG, en 26<sup>ème</sup> position sur l'ensemble du marché. Sur le créneau très porteur des fonds structurés, CAAM est n° 1, d'après Bloomberg, avec 27,2 % du marché, et SGAM et BNP-Paribas Asset Management sont 10<sup>ème</sup> ex-æquo, avec chacun 3,4 % du marché.

CAAM et de SGAM, de manière différente, ont choisi de devenir des acteurs locaux. SGAM a repris voici plus de 5 ans la gestion de Yamaichi, pour créer SGYCAM. CAAM, a choisi la voie de la distribution en prenant, en 2001, 5 % de la banque Daiwa, devenant ainsi l'un des fournisseurs de référence du groupe bancaire Resona.

En conclusion, il convient de retenir à la fois l'ampleur des conséquences de l'implosion de la « bulle » financière et le caractère irréversible, quasi macroéconomique de la mutation structurelle entreprise à l'égard de l'ensemble du paysage des services financiers japonais. À l'interrogation française suggérée comme titre initial du présent article « Que sont devenus les institutionnels japonais ? », on répondra tout d'abord qu'ils n'ont nullement disparu, et que l'économie japonaise, certes sous le coup d'une crise financière en voie d'être lentement résorbée, n'a pas connu l'apocalypse que certains ont pu imprudemment annoncer<sup>14</sup>. C'était ignorer la capacité jusqu'ici toujours démontrée du



Japon à relever les défis. En l'espèce, ce n'est pas mince, car il fallait quasiment faire table rase de l'un des plus efficaces modèles de l'histoire du capitalisme et de l'économie. La prise de conscience, certes lente, a été le fait des politiques et des autorités. S'est alors imposée une démarche de réforme parmi les plus amples et les plus drastiques qu'ait connue un pays comptant parmi les économies de tout premier plan. Sans prise de parti idéologique, le cas japonais montre que, quand le secteur privé s'est fourvoyé (en partie, certes, par manque d'indépendance de la tutelle de l'époque), et quand les mécanismes de marché sont biaisés par une cartellisation au moins partielle de l'économie, l'État est dans son rôle en imposant des réformes structurelles. Il s'agit de restaurer l'actif le plus précieux d'un système financier : la confiance de la clientèle, institutionnelle et particulière. Cette mutation japonaise n'est pas achevée, certes, mais elle est engagée, confirmée et désormais irréversible.

Deux points favorables viennent renforcer l'optimisme circonspect de rigueur de l'observateur raisonnablement averti : d'une part, le besoin fatal d'épargne d'une grande partie de la population japonaise pour s'assurer un complément de retraite devenu pratiquement indispensable ; d'autre part, l'émergence de la Chine comme grande puissance économique : loin d'être une menace, la Chine profite et profitera au Japon, pays le mieux configuré pour cela.

## NOTES

1. Allemagne, Canada, États-Unis d'Amérique, France, Italie, Japon, Royaume-Uni, Russie.
2. Pour mémoire, taux de change : 1 € = 130 ¥.
3. 1868-1912, qui correspond à la restauration du pouvoir impérial et à la modernisation du Japon.
4. *Yotei rimawari*.
5. *Kinyūchō*.
6. En mutualisant les bilans, on peut espérer une sorte de gestion actif/passif peu technique car *ex post* : les banques pouvant avoir un certain degré de congruence actif/passif une fois les bilans agrégés.
7. La structure de *keiretsu* et les liens très forts unissant les acteurs financiers et industriels d'un même groupe, interdisaient, à la notable et courageuse exception du Nomura Research Institute, aux analystes financiers des courtiers japonais, de faire des recommandations de vente à grande échelle.
8. Des exceptions méritent d'être citées : Nikko Cordial dans le courtage de titres, Citibank dans la banque de détail, et dans une certaine mesure, la banque Shinsei (liste non exhaustive).
9. La clientèle japonaise conserve une part de son épargne sous forme de dépôts à la banque postale, au point qu'il existe un plafond des dépôts pour chaque compte. Cette préférence n'illustre pas une attente particulière en matière de performances, plutôt ternes, mais une préférence certaine pour la signature de



l'État... Voulant favoriser l'épargne-retraite, l'État japonais a favorisé avec succès la collecte d'épargne-retraite individuelle, qui sert de creuset à un développement possible de la bancassurance.

10. Le Japon est un grand pays technologique et financier, et la culture mathématique fait du Japon l'un des pays majeur dans ce domaine : l'École de Kyoto est respectée dans le monde entier.

11. La règle de répartition des actifs (dite « 5/3/3/2 », cf. *supra*) est alors abolie.

12. Auparavant, les comités d'investissement étaient inconnus, on s'en remettait au prestataire ami.

13. Parmi lesquels SGAM, devenu un acteur local (mais sans réseau), par le rachat de la gestion de l'ancienne filiale dédiée de feu Yamaichi, devenue SG-YCAM. Crédit Agricole Asset Management (CAAM), s'assure les débouchés du réseau de Resona Bank, depuis l'acquisition de 5 % de l'ancienne *trust bank*. BNP-Paribas est aussi présent au Japon, ayant récupéré la filiale japonaise de PAM, de l'ex-Paribas. Sans oublier le groupe AXA, dont AXA Asset Managers s'emploie à développer les services de gestion au Japon, après mise en synergie des filiales locales d'Alliance Capital (ex-The Equitable des États-Unis) et de l'ex-National Mutual, australienne.

14. On répondra ensuite que si la plupart des acteurs japonais ont mis beaucoup trop de temps pour admettre le caractère structurel et non conjoncturel de la crise, condamner sommairement la seconde économie du monde à devenir un acteur de seconde zone par incompétence, comme certains ont pu tenter de le faire entendre, c'était aller peut-être un peu vite en besogne...

## BIBLIOGRAPHIE

AVELINE Natacha, *La bulle foncière au Japon*, Adef, Paris, 1995.

ASAHI SHIMBUNSHA, *Japan Almanach 2005*, Éditions Asahi, Tokyo, 2004.

ESTIENNE Jean-François, *L'assurance japonaise*, Vuibert, Paris, 2003.

ESTIENNE Jean-François, *Réforme et avenir des retraites : les enseignements de l'exemple japonais*, l'Association d'économie financière & la Documentation française, Paris, 1999.

FAURE Guy, *Le rôle du MITI dans les processus de décision industrielle au Japon*, Maison franco-japonaise, Tokyo, 1984.

GEOFFRON Patrice et RUBINSTEIN Marianne, *La crise financière du modèle japonais*, Economica, Paris, 1996.

HIGUCHI Yoichi et SAUTTER Christian, *L'État et l'individu au Japon*, Éditions de l'EHESS, Paris, 1990.

JAPAN SECURITIES RESEARCH INSTITUTE, *Securities Market in Japan*, Tokyo, 2004.

NIKKIREN, *Searching for a Third Way Out of the Crisis*, Tokyo, 1998.