

# Commentaire

Jean-Claude DELESPAUL

Conseiller financier pour l'Asie, Tokyo

**L'**étonnante bonne santé de la Bourse de Tokyo — on serait presque tenté d'écrire : l'insolente envolée des marchés financiers japonais — suscite partout des questions. Quelle qu'en soit la formulation, les interrogations sont presque toujours d'une double nature : premièrement et concernant le passé, pourquoi comment et par quels mécanismes plus ou moins secrets la Bourse de Tokyo a-t-elle pu se développer au point de dépasser New York en termes de capitalisation boursière et surtout conserver un profil presque régulièrement ascendant au travers de la crise qui a frappé les marchés à l'automne 1987 ? Une deuxième question relative à l'avenir vient très vite ensuite : jusqu'où et pendant combien de temps encore verra-t-on se développer cette formidable puissance des marchés financiers japonais ?

L'excellent article de M. Sato, un expert en la matière qui seconde depuis plus de quatre ans le Président du Tokyo Stock Exchange, éclaire utilement l'évolution passée et les mécanismes actuels. Il souligne à juste titre les changements de comportement qui ont marqué, depuis la seconde moitié des années 1970, les modes de financement de l'économie japonaise. Ils sont à l'origine d'un essor régulier des émissions d'actions et du nombre et de la valeur des transactions. Cette croissance, assez régulière jusqu'en 1984, s'est accélérée comme on le sait depuis quatre ans. On observera d'ailleurs aussi à partir de 1975 une semblable envolée des marchés obligataires primaire et secondaire, comme conséquence directe de

l'accroissement du déficit budgétaire du Japon pendant toute la période qui a suivi le premier choc pétrolier.

L'article décrit bien également quelques-unes des particularités de ce marché, qu'il s'agisse de la nature des sociétés qui en sont membres ou des règles qui y régissent les transactions. La crise d'octobre 1987 a montré, à cet égard, l'utilité des limites de variation quotidienne des cours, l'une des raisons pour lesquelles la Bourse de Tokyo ne s'est pas plus fortement effondrée dans le sillage de New York et des autres grandes places mondiales.

Les lecteurs des pages qui suivent trouveront donc une présentation complète, exacte et parfaitement documentée de ce qu'est aujourd'hui la Bourse de Tokyo et des axes qui sont tracés pour son développement : extension des opérations sur produits de « futures » (avec l'introduction très prochaine de contrats à terme sur taux d'intérêt et sur parités de change), introduction de marchés d'options, élargissement du marché obligataire, le tout comportant vraisemblablement une concurrence accrue entre toutes les natures d'institutions financières pour exercer les métiers requis par la titrisation croissante de l'économie japonaise et de l'économie mondiale.

Si certains restent en partie sur leur soif de comprendre, il me semble qu'il leur faudra regarder hors sujet et au-delà du thème fort bien traité par M. Sato. En effet, la particularité première du Kabutocho est certainement d'être un monde japo-

## COMMENTAIRE

nais, avant même d'être un marché financier. Certes, on compte désormais 20 % de maisons de titres étrangères parmi ses 114 membres et le nombre de sociétés étrangères dont les titres y sont cotés n'a jamais été aussi grand qu'en fin 1988 : 112 pour 1 571 sociétés japonaises. Mais cela suffit-il à garantir l'internationalisation d'un marché ?

La globalisation, l'interdépendance croissante des places financières, le circuit planétaire des flux de capitaux circulant maintenant en temps réel ne sont pas contestables : le Japon y participe déjà et y participera sans doute demain de plus en plus. Mais cessera-t-il pour autant d'être un monde différent ? New York diffère de Londres, mais aussi de Chicago et de Paris et pas uniquement à cause des produits financiers que l'on y traite et des usages qui y réglementent les transactions.

Il est toujours gênant, pour quelqu'un dont la fonction comporte l'analyse objective et mesurée des mécanismes économiques et financiers de faire appel à l'argument ultime qu'emploient les Japonais eux-mêmes, celui de la spécificité du Japon. Je crois qu'il faut cependant s'y résoudre, non pas en termes subjectifs et pseudo-culturels, mais en mesurant les forces particulières qui animent cette économie et ses marchés de capitaux.

Dans cette étude de physique dynamique, il faut certainement prendre en compte plusieurs éléments très importants. La masse et la vigueur de l'économie japonaise est le premier, qu'on ne saurait négliger : la seconde puissance industrielle de la planète représente 12 à 13 % du PNB mondial ; elle manifeste chaque jour sa capacité d'adaptation, hier à travers la hausse du yen, aujourd'hui dans un contexte de changes fluctuant moins fortement, et sa volonté permanente de progrès. Les chiffres prévisionnels des bénéfices que réaliseront cette année presque tous les secteurs de l'industrie japonaise font rêver, comportant une progression moyenne de près de 11 % sur l'année précédente et, dans certains cas, des hausses de 30 à 50 %. La croissance de l'investissement demeure très forte : il a contribué pour 3,1 points aux 5,7 % de croissance du PNB de l'année civile 1988 et il représente 17,4 % du PNB nominal du Japon. Or les entreprises japonaises prévoient de continuer à investir massivement, en particulier dans les secteurs de technologie avancée, et le Japon est maintenant devenu un pays de

recherche et d'innovation. La confiance que l'opinion japonaise place dans l'industrie nationale et l'assurance dont les entreprises font preuve de figurer déjà parmi les meilleures justifie sans doute mieux que n'importe quel ratio financier le comportement des investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou privés.

Or ces investisseurs sont fort riches, on le sait. Bien qu'ils aient diminué ici comme ailleurs, les taux d'épargne demeurent très sensiblement supérieurs à ce qu'ils sont dans les autres nations industrielles. La propension à épargner — 18,3 % en 1987 — vient ainsi alimenter régulièrement un stock d'épargne tout à fait considérable qu'on explique en partie par le choix de mécanismes de capitalisation pour la garantie privée ou collective des risques de l'existence. L'encours d'épargne des ménages japonais atteignait, en décembre 1988, 630 mille Mds de yens soit 4 960 Mds de dollars, c'est-à-dire un chiffre équivalent au montant du PNB des États-Unis.

Comment s'étonner alors qu'un pays qui enregistre en outre chaque année depuis 3 ans plus de 90 Mds de dollars d'excédent de la balance commerciale ait une telle capacité de financement, domestique et externe, puisse aisément exporter jusqu'à 130 ou 150 Mds de dollars de ses capitaux en investissements, en prêts ou en dons à l'étranger et dispose maintenant d'avoirs extérieurs nets de l'ordre de 300 Mds de dollars.

Enfin, et c'est un troisième élément à conserver à l'esprit, les marchés financiers constituent une des composantes d'un système économique et financier puissant en lui-même et encore relativement peu internationalisé. De même que l'on oublie souvent que le commerce extérieur ne représente pour le Japon qu'une part de son PNB plus faible que pour la France ou la République Fédérale d'Allemagne, de même la taille de la Bourse de Tokyo et son poids international peuvent faire oublier que la part de l'étranger n'y est qu'assez faible encore : à peine 2,8 % de la valeur des transactions sur actions en 1988 ont concerné des titres de sociétés étrangères et le poids des investisseurs non-résidents demeure inférieur à 5 % dans la détention de titres japonais pendant l'année civile 1988.

Ce monde financier reste marqué, dans les relations entre les acteurs et dans sa structure, par les usages et les mœurs du Japon : les comportements, les informations qui y circulent, les déci-

## C O M M E N T A I R E

sions prises y sont fonction certes de notions de rentabilité et de calculs financiers mais aussi et sans doute plus qu'ailleurs de considérations extra-économiques et propres au monde des affaires nippon.

Rien de tout cela n'apporte une réponse précise à la question : jusqu'où se poursuivra cette croissance. Mais ces quelques rappels d'un contexte général très porteur orientent plutôt vers la poursuite d'un mouvement ascendant. L'indice de

valeur Nikkei 225 atteint maintenant 34 000 après avoir franchi la barre des 30 000 en fin d'année 1988 seulement, le coefficient moyen de capitalisation des résultats progressant encore pour s'établir à 69 à la fin mai 1989. Or aucun des prévisionnistes n'envisage de mauvais résultats pour l'économie japonaise sur les 18 mois à venir...

Tokyo est, à n'en pas douter, une place financière fort intéressante à observer. □



