

LE JAPON, PAYS CREDITEUR

CAUSES ET IMPLICATIONS

MASAHIRO KAWAI

INSTITUT DES SCIENCES SOCIALES, UNIVERSITE DE TOKYO

Le Japon a enregistré des excédents importants et durables de sa balance des comptes courants au cours de la décennie 1980 tout en accumulant des avoirs extérieurs nets considérables. Il est devenu le premier pays crédateur mondial net en 1985 et le plus gros créancier brut en 1988, devançant la Grande-Bretagne dans ces deux secteurs. L'accès du Japon au statut de bailleur de fonds s'est accompagné d'une détérioration accélérée de la situation des actifs extérieurs nets des Etats-Unis. Les données sur la position des investissements internationaux nets montrent que les Etats-Unis sont devenus, au milieu des années 1980, et pour la première fois depuis la fin de la Première Guerre Mondiale, débiteurs nets et sont, aujourd'hui, le premier emprunteur mondial. Le tableau 1** fait apparaître non seulement le changement spectaculaire survenu dans les années 1980 dans la position des avoirs extérieurs nets des deux pays, mais aussi leur évolution radicalement opposée. Le statut de pays crédateur acquis par le Japon pose la question importante de savoir ce que celui-ci peut et voudra faire avec ces avoirs extérieurs considérables.

239

La présente contribution examine les causes et les implications de l'accès du Japon au statut de pays crédateur. Le chapitre 2 passe en revue les développements récents de la position des actifs extérieurs nets du Japon en étudiant les données relatives à la fois aux avoirs extérieurs et aux créances (données relatives aux valeurs), ainsi que les revenus produits par les investissements nets dans la balance des paiements (flux financiers). Le chapitre 3 analyse les raisons de l'accumulation accélérée d'avoirs extérieurs nets du Japon en examinant la balance des opérations courantes, les mouvements de capitaux ainsi que le rapport investissements - épargne. Nous démontrerons que ces deux facteurs, de nature structurelle à long terme et spécifiques aux années 1980, ont contribué à gonfler les avoirs

* Ce texte est une version révisée de la contribution présentée aux «Neuvièmes Journées internationales d'économie monétaire et bancaire» qui s'est tenue à Nantes (France) les 11-12 juin 1992. L'auteur remercie Ivan Ales, Kenton Freitag et Ken Goodwin pour leur assistance en matière de recherches; le Professeur Jean-Paul Pollin et les autres participants à la conférence pour leurs commentaires et l'Université de Nantes pour son soutien financier. L'auteur a achevé cette étude lors de son séjour au Dpt de Sciences économiques de l'Université de Colombie Britannique.

** Les tableaux et graphiques sont placés à la fin de l'article.

extérieurs nets. Les facteurs structurels à long terme recouvrent (a) l'augmentation rapide de la productivité du Japon dans les principales industries de transformation, et (b) le niveau élevé de l'épargne des ménages. Parmi les facteurs spécifiques aux années 1980, on compte (c) les conditions macroéconomiques au Japon et aux Etats-Unis ainsi que l'évolution des taux d'intérêt réels, des taux de change réels, des cours des valeurs mobilières, (d) la libéralisation des transferts de capitaux au Japon. On considère enfin les implications internationales de l'accès du Japon au statut de premier créancier mondial, puis présente les conclusions et les perspectives futures.

POSITION DES ACTIFS EXTÉRIEURS NETS

Données relatives aux valeurs mobilières et aux flux financiers

240 Plusieurs mesures statistiques permettent d'exprimer la position des avoirs extérieurs nets d'un pays. Le solde entre les actifs extérieurs bruts d'un pays et ses créances constitue un indicateur direct alors que les revenus nets produits par les investissements d'un pays à l'étranger en sont une mesure indirecte. Les données concernant le solde exprimé en valeurs entre les avoirs extérieurs bruts et les créances sont facilement disponibles puisque le ministère japonais des finances publie depuis 1971 des statistiques annuelles sur les actifs extérieurs et sur les créances (et leur composition) tandis que l'Agence de la planification économique diffuse les données antérieures à 1971. Le revenu des investissements nets apparaît dans le compte des opérations courantes de la balance des paiements du Japon (*tableau 1*). Etant donné que le revenu des investissements nets résulte des investissements réalisés à l'étranger par le passé, on peut en déduire que la valeur capitalisée des revenus produits par ces investissements constitue un autre indicateur de la position des avoirs extérieurs nets.

Le graphique 2 représente ces deux mesures de la position des avoirs extérieurs nets du Japon exprimées en ratio du Produit National Brut (PNB). Les avoirs extérieurs nets, représentés par la courbe épaisse, sont les données relatives aux valeurs obtenues par la différence entre les actifs extérieurs bruts, à l'exclusion des avoirs officiels en or, et les créances brutes sur l'extérieur exprimées en pourcentage du PNB. La courbe définie par des points visualise les flux financiers obtenus par la capitalisation des revenus des investissements nets en utilisant les taux d'intérêts des bons du Trésor américain à trois mois comme coefficient d'actualisation et en exprimant la valeur capitalisée en pourcentage du PNB. La raison pour laquelle les avoirs officiels en or ne sont pas intégrés dans les données

relatives aux valeurs procède de ce que le métal jaune ne porte pas d'intérêt et que les données doivent être comparables à celles concernant les flux financiers. (Les avoirs publics en or, évalués au cours officiel, demeurent de toute façon modestes par rapport au PNB).

Les deux séries de données évoluent naturellement de façon étroitement parallèle avec un coefficient de corrélation de 0,98. Elles montrent toutes deux que le volume des avoirs extérieurs du Japon a progressé au milieu des années 1960 jusqu'au début de la décennie 1970, pour se stabiliser ensuite jusqu'à la fin des années 1970 durant lesquelles le renchérissement du pétrole a, à deux reprises, donné un coup de frein à l'économie, et se redresser à nouveau au début des années 1980. Au cours de cette période, la progression s'est poursuivie à un rythme soutenu beaucoup plus rapide que durant les années précédentes. Il est possible que la position des avoirs extérieurs nets ait atteint temporairement un palier vers la fin des années 1980.

Des disparités apparaissent toutefois entre les deux séries de données. Premièrement, les données relatives aux valeurs mobilières montrent que le Japon est devenu créancier net depuis 1968 tandis que les données concernant les flux financiers indiquent que cette situation n'a pas existé de façon durable avant 1981. Selon ces dernières, le Japon est devenu créancier net en 1972, puis a retrouvé sa situation de débiteur net en 1974-1976 et en 1981. Ceci signifie que, chaque fois que l'économie a été touchée par le renchérissement du pétrole (en 1973-1974 et en 1979-1980), les revenus des investissements nets sont devenus déficitaires un ou deux ans après le choc pétrolier.

Deuxièmement, les données relatives aux flux financiers font apparaître une position des actifs extérieurs nets plus modeste que ne le montrent les données sur les valeurs jusqu'au début des années 1980, date à laquelle cette relation a disparu.

Plusieurs raisons expliquent les écarts entre les données relatives aux valeurs et celles concernant les flux financiers. L'une d'entre elles, évidente, réside dans le fait qu'aucune série statistique n'est totalement fiable. L'on sait que les données sur les avoirs et les créances sur l'extérieur ne donnent pas une image fidèle des valeurs économiques réelles puisque la plupart d'entre elles sont évaluées à partir de coûts historiques. Les statistiques sur les revenus des investissements, considérées comme plus précises en raison des obligations de déclaration imposées par la loi sur les changes, sont susceptibles de laisser échapper certains de ces revenus. Par exemple, les réinvestissements réalisés par les entreprises nippones à l'étranger n'étant pas comptabilisés comme revenus des investissements, ceux-ci tendent à être sous-évalués.

Une autre raison susceptible d'expliquer les disparités entre les données

sur les valeurs mobilières et celles relatives aux flux financiers vient de ce que les taux de rendement des avoirs et les intérêts produits par les créances sur l'étranger sont différents. Les taux de rentabilité des anciens groupes de cotation, figurant au tableau 2, montrent que le taux de rémunération des actifs extérieurs était inférieur à celui des créances sur l'étranger jusqu'en 1982, mais que cette tendance s'est complètement inversée depuis lors. On peut affirmer par conséquent que, bien que le Japon soit devenu créancier net en terme de valeurs mobilières en 1968, il n'a jamais enregistré d'excédent durable de ses revenus d'investissements nets en raison du faible taux de rendement des actifs extérieurs par rapport aux créances. Ce n'est qu'après 1982, qu'un excédent durable et croissant de ce type de revenus a commencé à apparaître faisant du Japon un pays créancier net exprimé à la fois en termes de valeurs mobilières et de flux financiers.

Bien qu'il soit impossible d'obtenir des statistiques précises sur la position des avoirs extérieurs nets du Japon en raison de l'absence de données réellement fiables, nous sommes toutefois à même d'affirmer avec certitude, d'après les données dont nous disposons sur les valeurs mobilières et les flux financiers, que ce pays a amassé un volume considérable d'actifs extérieurs nets et qu'il se positionne comme l'un des créanciers mondiaux nets de tout premier plan depuis les années 1980.¹

242

Composition des actifs extérieurs nets

Quelles catégories d'avoirs extérieurs nets le Japon a-t-il accumulées dans la décennie 1980 ? Examinons les changements survenus avec les années dans la composition de ces actifs.

Le tableau 3 donne un résumé de la composition des avoirs extérieurs nets du Japon établi sur la base des données relatives aux valeurs mobilières publiées par le ministère des finances. Les actifs extérieurs nets sont ventilés entre secteurs privé et public. Les actifs de chaque secteur sont ensuite décomposés entre le long et le court terme. Les actifs extérieurs nets à long terme du secteur privé englobent notamment les investissements directs et les placements en titres.

Le tableau indique que le secteur public a toujours été créancier net (au moins pendant les années 1970 et 1980) alors que le secteur privé est demeuré débiteur net jusqu'en 1981 (hormis en 1979, année qui ne figure pas dans le tableau). Ceci signifie que la position créditrice nette du Japon pendant la période allant de 1968 à 1981, établie d'après les données concernant les valeurs mobilières, résulte de ce que les avoirs extérieurs nets des pouvoirs publics ont excédé les créances nettes sur l'étranger détenues par le secteur privé. (Le fait que les taux de rendement des actifs

1. Voir Sinn (1991) pour une comparaison internationale des actifs extérieurs nets.

détenus par le secteur public se situaient à un niveau légèrement inférieur à ceux des avoirs possédés par le secteur privé explique peut-être pourquoi les taux de rentabilité globale des actifs extérieurs nets du Japon étaient plus faibles que les intérêts dégagés par les créances sur l'étranger depuis le début des années 1980). Dans la décennie 1980 toutefois, le secteur privé s'est retrouvé créancier net et a augmenté sensiblement ses avoirs extérieurs nets, contribuant à l'expansion rapide de la position des actifs extérieurs nets globaux du Japon. Le secteur privé a participé pour 74% et le secteur public pour 26% à l'augmentation des actifs extérieurs nets globaux du pays entre 1980 et 1990 (316,5 milliards de dollars américains).

Parmi les actifs extérieurs nets détenus par le secteur privé, les avoirs à long terme comme les placements sous forme de titres et les investissements directs ont affiché une progression soutenue tandis que les actifs à court terme ont effectivement marqué un repli. On peut constater un changement important dans la composition des actifs extérieurs nets dans la décennie 1980. La position nette des placements sous forme de titres a enregistré la plus forte croissance entre 1980 et 1990 (237,6 milliards de dollars américains), dont l'essentiel s'est produit pendant la période de 1984 à 1987. Ces investissements se sont inscrits en baisse en 1988-89. La position nette des investissements directs a également fait un bond en avant entre 1980 et 1990 (175,2 milliards de dollars américains) mais la progression a surtout été notable dans la période 1987-90 avec le ralentissement de l'accumulation nette des placements sous forme de titres. Nous apportons plusieurs explications à ces changements dans la composition des actifs extérieurs nets au chapitre 3.

Il y a lieu de souligner que, à mesure que les actifs extérieurs nets à long terme détenus par le secteur privé se gonflaient, leurs avoirs extérieurs à court terme, notamment ceux liés aux mouvements de capitaux, connaissaient un déclin marqué (baisse de 221,6 milliards de dollars américains entre 1980 et 1990). Les transferts de capitaux privés recouvrent les transactions financières à court terme effectuées par les établissements de change autorisés parmi lesquels toutes les grandes banques commerciales et quelques institutions régionales de moindre importance. Ces banques commerciales supportaient un endettement extérieur net massif dans les années 1970, imputable au besoin de financement des exportations, des importations et des autres activités professionnelles de leur clientèle n'appartenant pas au milieu bancaire. Leur endettement extérieur net s'est alourdi sensiblement dans les années 1980 en raison de la demande croissante de capitaux extérieurs à court terme. Ceci signifie que le Japon, empruntant à court terme et prêtant à long terme, était engagé dans des opérations d'intermédiation financière de grande ampleur. A cette même époque, les banques commerciales japonaises développaient leurs activi-

tés internationales, se transformant en institutions financières parmi les plus puissantes du monde.

Les pouvoirs publics ont également joué un rôle dans l'accumulation des actifs extérieurs nets au cours des années 1980. Ce rôle a été clair en 1987 lorsqu'ils ont contribué à l'essor des actifs extérieurs nets à court terme par des mesures de politique monétaire. Les transferts de capitaux publics concernent les transactions financières à court terme effectuées par le gouvernement, essentiellement sous la forme d'interventions sur les marchés des changes. Des craintes réelles de voir le dollar s'effondrer se sont manifestées en 1987 en raison des déficits persistants de la balance courante des Etats-Unis (*voir Marris 1987 et Krugman 1988*). Comme les sorties de capitaux privés indépendants s'essoufflaient, exerçant des tensions à la baisse sur le cours de la monnaie américaine, la Banque du Japon (et les banques centrales des autres grands pays industrialisés) se sont vues contraintes d'intervenir pour la soutenir. Le gonflement consécutif des réserves de devises étrangères a contribué à accroître le volume global des actifs extérieurs nets du Japon.

En résumé, la croissance accélérée des actifs extérieurs nets du Japon dans les années 1980 a été alimentée essentiellement par le secteur privé, bien qu'elle ait été soutenue, de façon accessoire, par les interventions officielles sur les marchés des changes lorsque les sorties de capitaux privés se sont tariées. Le secteur privé a amassé des avoirs extérieurs nets en effectuant des placements sous forme de titres pendant la période 1984-1987, puis par la suite sous la forme d'investissements directs. Comme nous l'expliquerons dans le chapitre suivant, ces évolutions découlent dans une large mesure des conditions macroéconomiques prévalant aux Etats-Unis et au Japon, comme les politiques budgétaires divergentes conduites dans les deux pays et les incidences subséquentes sur leurs variables macroéconomiques, ainsi que la libéralisation des changes et des transferts de capitaux au Japon.

CAUSES DE LA CROISSANCE DES AVOIRS EXTERIEURS

Que le Japon ait accumulé des avoirs extérieurs nets en volume considérable et soit devenu le premier créancier mondial dans la décennie 1980 nous incite à en chercher les causes plus particulièrement dans cette même période. Ceci ne signifie toutefois pas que les conditions qui sous-tendent la formidable expansion des avoirs extérieurs nets du Japon soient apparues brutalement dans les années 1980. Nous démontrerons que des facteurs à la fois de nature structurelle et à long terme, ainsi que d'autres spécifiques à cette période, ont joué un rôle déterminant dans ce phénomène. Au nombre des facteurs structurels à long terme, on constate (a)

l'augmentation accélérée de la productivité de la main-d'oeuvre japonaise et l'amélioration qui en est résultée de la compétitivité internationale du Japon dans les principales industries de transformation et (b) le taux d'épargne élevé des ménages nippons. Parmi les facteurs spécifiques à la décennie 1980 on compte (c) l'essor du budget fédéral américain et la contraction des dépenses publiques au Japon et leurs incidences macroéconomiques comme l'explosion de la demande intérieure réelle aux Etats-Unis, l'écart grandissant des différentiels des taux d'intérêt réels en faveur de ce pays, les fluctuations erratiques du taux de change réel du yen, l'envolée des cours des valeurs mobilières japonaises ainsi que (d) la libéralisation des changes et des transferts de capitaux dans ce pays.

L'évolution de la position des avoirs extérieurs nets d'un pays est égale à la balance des comptes courants ou à l'opposé du compte des mouvements de capitaux, qui à son tour est identique à la différence entre l'épargne et l'investissement :

$$\begin{aligned} \text{Position des avoirs extérieurs nets} &- \text{position des avoirs extérieurs nets (-1)} \\ &= \text{balance des opérations courantes} - \text{compte des mouvements de capitaux} \\ &= \text{épargne} - \text{investissements.} \end{aligned}$$

Pour analyser les causes du gonflement des actifs extérieurs nets du Japon, il convient par conséquent d'examiner les facteurs qui ont pesé sur la balance des opérations courantes, le compte des mouvements de capitaux et l'écart entre les investissements et l'épargne.

245

Balance des opérations courantes

La balance des opérations courantes comptabilise les échanges de biens et de services ainsi que les transferts sans contrepartie (voir tableau 1). Le Japon connaît un excédent permanent de ses comptes courants depuis 1981, date de la reprise économique qui a suivi le deuxième choc pétrolier. L'accumulation durable des excédents des comptes courants a entraîné un gonflement spectaculaire des avoirs extérieurs nets.

Le tableau 1 montre que les excédents des comptes courants enregistrés pendant la décennie 1980 ont été provoqués principalement par les surplus commerciaux. S'agissant des échanges de biens, la balance commerciale a constamment affiché un bilan positif depuis le milieu des années 1960, sans jamais connaître de déficit même lors des renchérissements successifs du pétrole. L'excédent commercial s'est considérablement accru jusqu'en 1987 puis s'est stabilisé à ce niveau élevé jusqu'à la fin des années 1980. Au cours de la même décennie, la balance des services et des transferts a été successivement stable puis déficitaire, et ne peut donc pas être considérée comme ayant contribué aux excédents durables de la balance des opéra-

tions courantes.

Le tableau 4 donne un résumé des exportations nettes des grandes catégories de produits de base. L'on constate que les excédents commerciaux importants enregistrés par le Japon dans les années 1980 sont dûs en grande partie à l'augmentation des exportations nettes de machines et d'équipements et au recul des importations nettes de matières premières et de combustibles minéraux. Depuis longtemps la politique commerciale du Japon a consisté à importer des matières premières et des combustibles minéraux et à exporter des biens manufacturés. Durant les années 1980, les importations de ces produits de base ont décliné tandis que les exportations de biens manufacturés, notamment de machines et d'équipements connaissaient une croissance explosive. La dépendance envers les matières premières et combustibles minéraux achetés à l'étranger s'est amoindrie en raison d'une part, du fléchissement de leurs prix sur le marché international et, d'autre part, de l'efficacité accrue des sources d'énergie intermédiaires utilisées et de la mise en œuvre de technologies permettant d'économiser l'énergie.

Au fil des années, le Japon a fait basculer le poids des exportations des produits manufacturés à faible valeur ajoutée et à fort coefficient de main-d'œuvre, vers les biens manufacturés à forte valeur ajoutée et à potentiel humain et technologique élevé. Les exportations qui, au départ, consistaient essentiellement en textiles et produits de l'industrie légère, se sont portées progressivement sur des secteurs comme la métallurgie, les téléviseurs couleur, les automobiles, les machines-outils et les semi-conducteurs. Ce phénomène traduit les transformations fondamentales subies par l'industrie japonaise et l'évolution importante de ses avantages comparatifs. La vive concurrence qui s'exerce entre les entreprises sur le marché national et les économies d'échelle réalisées par l'essor de la demande intérieure ont fait de l'industrie de transformation japonaise l'un des producteurs les plus performants de biens manufacturés à valeur ajoutée élevée et à forte élasticité par rapport aux revenus. Ce processus a été nourri par l'augmentation continue de la productivité de la main-d'œuvre dans les secteurs clés de l'industrie de transformation. Le Japon a tiré efficacement parti du changement fondamental survenu dans ses avantages comparatifs, donnant ainsi un coup de fouet à ses exportations de biens manufacturés. Cette politique d'exportation agressive et envahissante a cependant suscité des conflits commerciaux avec les Etats-Unis et les pays européens.

Le graphique 3 représente la productivité de la main-d'œuvre dans l'industrie de transformation au Japon et aux Etats-Unis. Entre 1950 et 1990, la productivité de la main-d'œuvre japonaise a été presque multipliée par vingt tandis que celle de la main-d'œuvre américaine ne faisait que tripler. Bien avant le début des années 1980, le Japon avait développé des

capacités industrielles hautement compétitives et était en mesure d'exporter ses produits au moment et à l'endroit où la demande étrangère se manifestait. Cette demande est en fait apparue aux Etats-Unis durant la première moitié de la décennie 1980. Bien que le rythme de croissance accéléré de la productivité de la main-d'oeuvre japonaise, et l'amélioration qui en est résultée de sa compétitivité internationale, n'ont pas contribué directement aux énormes excédents commerciaux accumulés pendant les années 1980, ils en ont été indiscutablement un facteur fondamental sous-jacent sans lequel le Japon n'aurait pas connu une telle explosion de ses exportations nettes dans les secteurs clés de l'industrie de transformation.

Une équation de régression a été construite afin d'identifier les principaux déterminants des exportations nettes du Japon.² Les variables explicatives choisies sont le taux de change effectif réel, les niveaux relatifs de la demande réelle intérieure au Japon et dans les autres pays industrialisés, la tendance temporelle, et une variable endogène retardée. Le résultat obtenu, en utilisant des données trimestrielles couvrant la période allant du premier trimestre 1975 au troisième trimestre 1990, figure ci-dessous avec les écarts types entre parenthèses:

$$X/Y = 6,76 - 2,25 \log(E) - 26,68 \log(D/D^*) + 0,114 \text{ TIME} = 0,64 (X(-1)/Y(-1), \\ (3,67) (0,90) (6,87) (0,028) (0,11) \\ R^2 = 0,92, \text{Ecart type} = 0,693, \quad DW = 2,15$$

247

X/Y représente les exportations nominales du Japon dans le compte des revenus nationaux exprimées en pourcentage du PNB; E est une variable endogène retardée figurant le coût salarial unitaire normalisé relatif établi par le FMI; D/D* est une variable endogène retardée figurant le niveau relatif de la demande intérieure réelle entre le Japon et les autres pays industrialisés (Etats-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Italie et Canada)³. Les variables endogènes retardées E et D/D* sont calculées en tenant compte des deux périodes précédentes conformément au critère d'Akaike de minimisation des erreurs de prévision finale.⁴

2. Voir Corker (1989) pour une analyse économétrique de la politique japonaise en matière d'exportation et d'importations par secteurs d'activité.

3. Dans cette relation D* est construit comme la moyenne géométrique pondérée des indices de la demande réelle intérieure aux Etats-Unis et en Europe-Canada avec une pondération respective de 0,4958 et 0,5042. L'indice de la demande réelle intérieure pour l'Europe-Canada est à son tour construit comme la moyenne géométrique pondérée de l'indice de la demande intérieure réelle de l'Allemagne (0,2978), de la France (0,2433), de la Grande-Bretagne (0,1968), de l'Italie (0,1657) et du Canada (0,0963). Dans les relations suivantes, les variables relatives aux autres pays industriels sont construites en utilisant les mêmes pondérations.

4. Les variables endogènes retardées pour log(E) et log(D/D*) sont données respectivement par:

$$\begin{aligned} & -1,87 \log(E) - 0,32 \log(E(-1)) - 0,06 \log(E(-2)) \\ & \quad (2,28) \quad (3,61) \quad (2,44) \\ & \text{et} \\ & -88,46 \log(D/D^*) + 80,46 \log(D(-1)/D^*(-1)) - 18,68 \log(D(2)/D^*(-2)), \\ & \quad (5,18) \quad (11,17) \quad (10,28) \end{aligned}$$

Les chiffres entre parenthèses sont les écarts-type estimés

L'équation de régression indique que le taux de change réel et la demande relative réelle constituent des déterminants significatifs des exportations nettes. Une dépréciation réelle de 44% du yen ou une hausse de 4% du niveau relatif de la demande extérieure accroît d'un point de PNB à court terme les exportations nettes du Japon. A long terme une dépréciation réelle de 13% ou une hausse légèrement supérieure de 1% du niveau relatif de la demande extérieure accroîtrait les exportations nettes d'un point de PNB. La hausse tendancielle temporelle montre que les exportations nettes progressent de 1% du PNB tous les neuf trimestres. Le résultat indique clairement l'importance quantitative du niveau relatif de la demande intérieure réelle dans la détermination des exportations nettes du Japon.

L'équation de régression permet d'effectuer un exercice simple de simulation d'équilibre partiel pour analyser l'impact que la forte poussée de la demande intérieure réelle aux Etats-Unis a pu produire sur les exportations nettes du Japon. On simule de façon dynamique le rapport entre les exportations nettes du Japon et le PNB en supposant que la demande intérieure réelle américaine croît à un rythme identique à celui des autres pays industrialisés (y compris le Japon) entre le premier trimestre 1983 et le quatrième trimestre 1985, et que toutes les autres variables sont conformes aux valeurs historiques réelles⁵. Le tableau 4 décrit les exportations nettes effectives, les exportations nettes ajustées de façon dynamique sur la base des données historiques réelles, ainsi que les exportations nettes simulées en prenant comme hypothèse un ralentissement de la croissance économique américaine. On constate facilement que les exportations nettes du Japon auraient décliné en moyenne de plus de 3% du PNB après 1983 si la demande intérieure réelle des Etats-Unis avait progressé à un rythme comparable à celui de ses partenaires commerciaux durant la période allant du premier trimestre 1983 au quatrième trimestre 1985. Bien qu'il s'agisse d'un exercice d'équilibre partiel en cela que toutes les autres variables (y compris le taux de change) sont supposées ne pas pâtir du ralentissement de la croissance économique américaine, il sous-estime peut-être le rôle significatif de la demande intérieure réelle américaine dans la détermination des exportations nettes du Japon. Etant donné que la valeur réelle du yen devrait se déprécier dans une moindre mesure (ou même se réévaluer) en cas de décélération de la croissance économique aux Etats-Unis, les exportations nettes du Japon seraient vraisemblablement plus faibles qu'il n'apparaît dans la simulation si l'on tenait compte de façon correcte de la réaction de la devise nippone.

5. L'on suppose plus précisément que les taux de croissance de la demande réelle intérieure aux Etats-Unis sont identiques à ceux de la moyenne géométrique pondérée de la demande intérieure réelle au Japon (avec une pondération de 0,2794) et Europe-Canada (0,7206) pour la période allant du premier trimestre 1983 au quatrième trimestre 1985, puis retrouvent les taux de croissance observés traditionnellement avec la demande intérieure réelle se maintenant à des niveaux durablement plus faibles.

Compte des mouvements de capitaux

Comme résumé sur le tableau 1, le compte des mouvements de capitaux du Japon a affiché un déficit marqué (sorties nettes) pendant toute la décennie 1980, entraînant une accumulation des créances nettes vis à vis du reste du monde.

Les déficits du compte des mouvements de capitaux constatés pendant cette période ont été provoqués en grande partie par les sorties nettes de capitaux privés à long terme. Les investissements sous forme de titres ont représenté l'essentiel de ces sorties de capitaux entre 1984 et 1988, les investissements directs prenant le devant après cette date. Le compte des transferts de capitaux privés à court terme a enregistré des entrées nettes importantes, notamment en 1986-1988. Le rôle d'intermédiaire financier du Japon sur la scène internationale est à l'origine de cet afflux de capitaux (mais ces entrées se sont pratiquement tarées en 1990, remplacées par des sorties considérables en 1991). Les sorties de capitaux publics à court terme ont représenté des flux significatifs à une certaine époque. Cela s'est produit, comme nous l'avons déjà mentionné, en 1987, lorsque la Banque du Japon est intervenue massivement sur les marchés des changes pour acheter des dollars américains, alimentant les sorties de capitaux publics à court terme.

Depuis 1985, des transferts nets de capitaux sous forme d'achat de titres et d'investissements directs ont pris massivement le chemin des Etats-Unis et des pays de la Communauté Européenne (*voir tableau 5*). L'importance des placements boursiers effectués dans les pays industrialisés s'explique par les conditions d'investissement favorables: risque pays faible et marchés financiers développés en termes de taille, d'instruments, d'échéances et de liquidités. On suppose que l'essentiel de la richesse japonaise a été placée en titres et directement investie sur des marchés où les rendements attendus étaient élevés et les risques perçus faibles. Les sorties de capitaux investis en titres ont toutefois cessé de croître en 1987 pour amorcer un recul rapide durant les années suivantes. Les transferts nets de capitaux vers les Etats-Unis sont devenus négatifs en 1990. Depuis 1989, date à laquelle ce type de placement a marqué un repli notable, les investissements directs sont apparus comme la forme dominante de transfert à l'étranger des capitaux à long terme japonais. Ils ont connu une croissance soutenue dans presque toutes les régions. Les Etats-Unis, les pays de la CEE et d'autres pays (en particulier ceux de la zone asiatique) sont les grands destinataires des investissements directs japonais.

Examinons les principaux facteurs sous-jacents qui ont contribué à l'explosion (puis, ultérieurement à la baisse rapide) des placements sous forme de titres et à l'essor continu des investissements directs.

Investissements en titres réalisés à l'étranger

Il est largement reconnu (*voir Fujii et Ueda, 1986, et Kawai, 1991*) que les deux facteurs suivants ont contribué à l'envolée des placements en titres: (a) la libéralisation des transferts de capitaux au Japon dans les années 1980, et (b) les taux d'intérêt réels en vigueur à l'étranger (en particulier aux Etats-Unis) par rapport au Japon. Nous suggérons, dans la présente étude, d'ajouter un troisième élément à cette liste: (c) la hausse des cours des actions et des obligations sur la place financière japonaise dans les années 1980.

Premièrement il est indiscutable que l'explosion des investissements en titres réalisés à l'étranger a été suscitée par une série de mesures visant à assouplir la réglementation sur les transactions internationales de capitaux. Pendant toute la période qui a suivi la Seconde Guerre Mondiale, les autorités japonaises ont exercé un contrôle rigoureux sur les transferts de capitaux de manière à isoler l'économie nationale pour la protéger des perturbations financières mondiales, limitant de sorte la capacité des investisseurs japonais à diversifier leurs portefeuilles. Avec le tassement de la croissance économique et la baisse du taux de rentabilité des investissements nationaux consécutive au premier choc pétrolier, les investisseurs nippons ont commencé à explorer les moyens d'étendre leurs opportunités d'investissement à l'étranger. Dans la seconde moitié de la décennie 1970, à mesure que la balance des comptes courants se redressait et que le yen se réévaluait rapidement sur les marchés des changes, la confiance s'est rétablie dans la devise japonaise et des pressions de plus en plus vives se sont faites sentir pour assouplir le contrôle sur les transferts de capitaux. Parallèlement, a été mise en œuvre progressivement la libéralisation du marché financier intérieur, condition indispensable à la suppression des restrictions en vigueur sur les transactions internationales.

En décembre 1980, le ministère des finances a procédé à une révision radicale de la loi sur le contrôle des changes et du commerce extérieur pour libéraliser, en théorie, toutes les transactions sur les changes et les transferts de capitaux. Cette révision avait pour objet d'assurer une plus libre circulation des capitaux à destination et hors du Japon. Néanmoins, un système complexe de surveillance des transactions financières a été conservé ainsi que des dispositions réglementaires limitant les investissements en titres étrangers, empêchant ainsi une intégration financière totale du marché japonais des capitaux avec les autres places mondiales. Se fondant sur l'accord yen/dollar conclu en mai 1984, le ministère des finances a adopté des mesures supplémentaires visant à libéraliser les transferts internationaux de capitaux et à internationaliser le système financier

japonais.⁶ Lorsque les restrictions en vigueur limitant les avoirs en titres étrangers, comme le plafonnement des valeurs étrangères détenues par les compagnies d'assurance-vie et dommages, les fonds de pension des banques d'investissement etc. devinrent contraignantes, elles furent assouplies progressivement. Dès la fin de la décennie 1980, les marchés financiers japonais étaient pratiquement intégrés aux marchés mondiaux.⁷

Grâce à ces mesures de libéralisation, les investisseurs japonais ont eu plus de latitude pour rechercher des opportunités nouvelles de diversification globale de leurs portefeuilles. Ils ont commencé à accumuler à un rythme accéléré des titres étrangers pour atteindre les objectifs qu'ils s'étaient fixés en matière d'investissements dans ce secteur. Ces ajustements indépendants, qui semblent s'être échelonnés sur plusieurs années, peut-être durant la période 1983-1988, ont entraîné une accumulation massive de titres étrangers.

Le deuxième facteur qui a contribué à l'essor des investissements réalisés sur les places boursières étrangères est le taux d'intérêt réel élevé en vigueur à l'étranger par rapport à celui pratiqué au Japon. Le graphique 5 indique les différentiels de taux d'intérêt entre le Japon et les autres pays industrialisés.⁸ Durant la première moitié de la décennie 1980, les différentiels de taux d'intérêt réels ont généralement fluctué à l'avantage des autres pays, en raison principalement du niveau élevé des taux d'intérêt réels aux Etats-Unis. La hausse des taux d'intérêt réels américains s'explique par la politique budgétaire expansionniste et l'essor de la demande intérieure réelle aux Etats-Unis. Ces taux ont attiré les capitaux en provenance du monde entier et les investisseurs japonais commençaient juste alors à mener une politique d'investissement agressive à l'étranger autorisée par un cadre institutionnel plus souple. Outre le développement autonome de la demande de valeurs étrangères suscité par les mesures de libéralisation, le niveau élevé des taux d'intérêt étrangers constituait une incitation supplémentaire à multiplier ce type d'investissement.

Le troisième facteur qu'il convient d'ajouter à cette liste est l'impact des cours des valeurs japonaises. La bourse japonaise a été le témoin de l'une

6. Les Etats-Unis, qui géraient de lourds déficits commerciaux, prétendaient que ceux-ci étaient imputables essentiellement à la sous-évaluation du taux du yen et que cette sous-évaluation était due à la fermeture des marchés financiers et monétaires japonais limitant de la sorte l'arrivée des capitaux au Japon. Le Trésor américain et le ministère japonais des finances ont mis en place ledit Comité yen/dollar en novembre 1983 sous la pression des Etats-Unis qui souhaitaient encourager l'entrée des capitaux au Japon, entraînant ainsi une appréciation de la devise nipponne. Le Comité a exploré les voies et les moyens d'accélérer la libéralisation des marchés financiers au Japon et l'internationalisation du yen pour aboutir à l'accord de mai 1984.

7. Voir Komiya et Suda (1991) et Fuhao (1990) pour des explications plus détaillées et les discussions sur les changements dans le contrôle des changes et des mouvements de capitaux.

8. Le graphique 5 représente deux mesures du différentiel des taux d'intérêt réels calculées selon les hypothèses de formation du différentiel des taux d'inflation anticipés. Les anticipations quasi-rationnelles signifient que les anticipations sont formées selon le processus AR3 décrit dans la note suivante; elles sont statiques lorsqu'elles reposent sur le différentiel de taux d'intérêt effectif enregistré entre le même trimestre de l'année précédente et le trimestre en cours.

des plus fortes expansions de son histoire au cours des années 1980 avec une envolée impressionnante de 25% (par an) de l'indice Nikkei entre 1983 et 1989, qui a progressé à un rythme annuel encore plus rapide de 29% entre 1986 et 1989. Une hausse des cours des valeurs japonaises a pour conséquence de donner un coup de fouet aux investissements en titres réalisés à l'étranger, et ce, pour deux raisons. La première est l'effet de richesse accumulée. Une montée des cours des titres nationaux accroît la masse globale de liquidités dont disposent les investisseurs nippons, renforçant ainsi leur demande de divers types d'actifs financiers parmi lesquels les valeurs étrangères.

La réglementation régissant la répartition des plus-values constitue la deuxième raison. La hausse continue des cours de la bourse explique que les investisseurs japonais ont amassé dans leurs portefeuilles des plus-values considérables, réalisées ou non. Plusieurs investisseurs institutionnels majeurs n'étaient cependant pas autorisés à redistribuer cette plus-value à leurs clients. Par exemple, l'article 86 de la loi sur les assurances interdit aux compagnies d'assurance-vie de reverser les plus-values en capital aux détenteurs de polices pour des raisons prudentielles; seuls les revenus produits par les placements peuvent être distribués. Dans le contexte de concurrence féroce que se sont livrées les institutions financières à la suite de la libéralisation du système financier national, les compagnies d'assurance-vie ont essayé de transformer les plus-values en capital en revenus de placements de façon à offrir des taux de rendement attractifs à leurs clients détenteurs de contrats. Les revenus produits par les placements en titres étrangers porteurs de taux d'intérêt nominaux élevés, comme ceux libellés en dollars américains, canadiens et australiens, pouvaient être versés aux détenteurs de polices tandis que les pertes de change éventuelles seraient compensées par les plus-values en capital réalisées sur le marché boursier. Tant que le cours des valeurs mobilières grimpera et sera susceptible de grimper, les capitaux japonais investis en titres étrangers augmenteront. Ce phénomène à son tour laisse supposer que, si la bourse commence à afficher des résultats moins performants, ces mêmes investissements devraient amorcer un déclin.

Une équation de régression trimestrielle couvrant la période allant du premier trimestre 1980 au troisième trimestre 1990, a été construite afin d'identifier les facteurs essentiels déterminant le volume des investissements en valeurs étrangères. Le résultat est résumé ci-dessous:

$$SEC = 51,59 - 4,72 (R-R^*) + 9,26 \log (SP/SP^*) - 11,46 \log (E), r = 0,36$$

$$(26,60) (31,33) (3,50) (5,90) (0,02)$$

$$R^2 = 0,43, \quad \text{Ecart type} = 1,588, \quad DW = 2,24$$

SEC représente ici les sorties nettes de capitaux investis en titres, exprimées en pourcentage du PNB; R-R* figure le différentiel des taux d'intérêt réels à long terme du Japon et de six autres grands pays industrialisés; SP/SP* est l'indice relatif des cours réels des valeurs (corrigé du déflateur du PNB) entre le Japon et les autres pays développés; et E est une variable endogène retardée exprimant le taux de change effectif réel du yen.⁹ r est le coefficient des résidus du premier ordre autorégressif. Pour la variable E on a choisi de prendre en compte les quatre périodes précédentes¹⁰.

L'équation de régression montre qu'une hausse des taux d'intérêt réels japonais par rapport aux taux étrangers se traduit, comme prévu, par une diminution des sorties nettes de capitaux investis en titres, mais les répercussions ne sont pas significatives sur le plan statistique. Une flambée des cours de la bourse au Japon ou une dépréciation réelle du yen donne un coup de fouet aux investissements boursiers, bien qu'il suffit d'une légère modification des spécifications pour que les incidences négatives du taux du yen deviennent insignifiantes sur le plan statistique. Les cours relatifs des titres produisent des effets positifs tout à fait significatifs, accréditant la troisième des thèses avancées précédemment de l'accélération des investissements boursiers à l'étranger. Il est décevant de constater que le différentiel des taux d'intérêt réels constitue un coefficient mineur, en revanche, l'impact positif des cours des valeurs japonaises est tout à fait

253

9. Dans le cadre des anticipations quasi-rationnelles, le différentiel des taux d'intérêt réels à long terme est défini par

$$R-R^* = \log((1+N)/(1+N^*)) - E(INFD(+4) + INFD(+3) + INFD(+2) + INFD(+1))$$

Quand N et N* sont les taux d'intérêt nominaux à long terme au Japon et dans les autres pays industrialisés, E() exprime l'espérance mathématique dépendant de la série d'informations disponibles au moment de sa formation; et INFD représente le différentiel des taux d'inflation sur une période entre le Japon et les autres pays industrialisés de sorte que les termes entre crochets indiquent le taux d'inflation pour les quatre périodes suivantes. Dans cette définition l'horizon temporel des investisseurs est supposé être quatre trimestres. 1 + N* est construit comme la moyenne géométrique pondérée de 1 plus le taux d'intérêt nominal à long terme aux Etats-Unis (avec une pondération de 0,4958) et 1 plus le taux d'intérêt nominal à long terme en Europe-Canada (0,5042), défini plus loin comme la moyenne géométrique pondérée de 1 + Nj, quand Nj exprime les taux d'intérêt nominaux à long terme en Allemagne (0,2978), en France (0,2433), en Grande-Bretagne (0,1968), en Italie (0,1657) et au Canada (0,0963). Les taux d'intérêt nominaux à long terme figurent à la ligne 61 des Statistiques Financières Internationales du FMI. Le différentiel des taux d'inflation pour une période, INFD, est défini par

$$INFD = \log(P/P^*) - \log(P(-1)/P^*(-1))$$

lorsque P exprime l'indice implicite des prix du PNB japonais et P* la moyenne géométrique pondérée celui du PNB des Etats-Unis et de l'Europe-Canada. Pour obtenir les espérances mathématiques conditionnelles E(), on utilise l'équation AR3 suivante pour calculer les différentiels d'inflation

$$INFD = -0,004 + 0,366 INFD(-1) + 0,325 INFD(-2) - 0,133 INFD(-3)$$

$$(0,001) \quad (0,131) \quad (0,135) \quad (0,130)$$

$$R^2 = 0,25, \text{Ecart type} = 0,006, DW = 2,02$$

Dans la définition de l'indice relatif des cours réels des actions, SP exprime le cours des actions et des obligations japonaises divisé par le déflateur du PNB, P et SP* représentent la moyenne pondérée des cours des valeurs des autres pays industrialisés divisés par le déflateur de leurs PNB, P*. Les cours des actions et des obligations des autres pays sont calculés de façon identique à D* et P*. Les données relatives aux cours des actions et des obligations figurent à la ligne 62 des Statistiques Financières Internationales du FMI.

10. La variable endogène retardée représentant le taux de change effectif réel est donnée par:

$$1,03 \log(E) + 1,99 \log(E(-1)) + 12,84 \log(E(-2)) - 16,38 \log(E(-3)) - 10,94 \log(E(-4))$$

$$(6,87) \quad (9,06) \quad (9,02) \quad (9,37) \quad (7,17)$$

sensible sur le plan statistique.

L'équation de régression explique pourquoi les sorties de capitaux investis en titres étrangers ont commencé à décliner vers la fin des années 1980. La Banque du Japon a amorcé un durcissement de sa politique monétaire à la mi 1989 qui a fait grimper les taux d'intérêt japonais, réduisant par conséquent l'écart entre les taux et limitant l'intérêt de continuer à accumuler des valeurs étrangères. En outre, ce resserrement de la politique monétaire a commencé à exercer des tensions à la baisse sur le cours des valeurs à la bourse de Tokyo. L'indice Nikkei a chuté de 38%, passant de 38130,0 yens à la fin 1989 à 23 740,5 yens l'année suivante et le marché est demeuré morose en 1991 et 1992. Confrontés à de lourdes pertes sur le marché boursier, les établissements financiers et les investisseurs institutionnels n'avaient plus intérêt à acquérir des titres étrangers à fort rendement en raison du risque de change potentiel qu'ils ne pouvaient plus compenser par des plus-values en capital sur d'autres secteurs.

Investissements directs

254

Les investissements directs réalisés par le Japon à l'étranger après la deuxième guerre mondiale, ont repris dans la première moitié des années 1950, pour s'accélérer durant la deuxième moitié de la décennie 1960 et au début des années 70. Le renchérissement du pétrole en 1973 a entraîné un ralentissement de ces investissements directs qui sont restés stables tout au long des années 70. Depuis le début de la décennie 1980, ils ont progressé de façon régulière à la fois dans les pays industrialisés et ceux en développement (*se reporter à nouveau au tableau 5*) et cette croissance est particulièrement soutenue après 1985. (*Voir Komiya (1990) pour des commentaires exhaustifs sur les questions liées aux investissements directs japonais.*)

La globalisation récente des échanges internationaux est un facteur qui a naturellement influé sur l'essor des investissements directs japonais dans les années 1980. Le déterminant macro-économique majeur reste la parité du yen par rapport aux principales devises internationales. Comme le montre le graphique 6, le taux de change effectif réel du yen (exprimé en tant que coût salarial unitaire normalisé relatif ou prix de gros relatif) s'est apprécié notablement entre la fin de 1985 et 1988. Depuis 1985, le yen s'est redressé de façon brutale et spectaculaire, stimulant les investissements directs de deux manières.

Premièrement, la flambée du taux du yen a entraîné une évolution marquante de la compétitivité internationale du Japon dans le domaine des prix. La valeur effective réelle du yen s'est appréciée de 59% entre le premier trimestre 1985 et le deuxième trimestre 1988 sur la base du coût salarial unitaire normalisé relatif. Pour faire face aux nouveaux prix relatifs

sur le marché international, les entreprises exportatrices n'avaient que trois solutions. Elles devaient soit (1) réaffecter leurs ressources (capital, main d'œuvre, dirigeants et effectifs de R&D) vers des secteurs ne faisant pas l'objet d'échanges internationaux; (2) améliorer leur productivité tout en demeurant sur le créneau de l'exportation et accroître la part des biens à valeur ajoutée élevée et dont l'élasticité par rapport aux revenus est plus forte; ou (3) délocaliser leurs capacités de production nationales dans les pays étrangers où les coûts de production sont inférieurs. L'appréciation de la valeur du yen a contraint l'économie à des ajustements structurels industriels. De nombreuses entreprises produisant des marchandises à fort coefficient de main d'œuvre et à faible valeur ajoutée ont décidé d'investir directement dans les pays où le processus de production était jugé rentable. Ces investissements ont été réalisés en particulier dans les pays asiatiques en développement.

L'effet de «liquidité» ou de «richesse» constitue la deuxième courroie de transmission des incidences positives de la parité du yen sur l'essor des investissements directs à l'étranger (*Froot et Stein (1989)*). Dans la mesure où l'appréciation du yen a rendu les entreprises japonaises relativement plus «riches» en augmentant leurs nantissements et leurs liquidités, celles-ci ont été en mesure de financer des investissements directs à des coûts inférieurs à ceux de leurs concurrents. La Banque du Japon a également injecté des liquidités dans l'économie entre 1986 et le début de 1989 pour faire face au taux élevé du yen. Ce gonflement des liquidités explique en partie la montée spectaculaire des investissements directs réalisés à l'étranger par le Japon.

255

Nous nous sommes efforcés d'expliquer l'augmentation des investissements directs nets à l'étranger par des calculs économétriques fondés sur des données trimestrielles concernant la période allant du premier trimestre 1980 au troisième trimestre 1990. Le taux de change effectif réel et une tendance temporelle ont été choisis comme variables explicatives. Nous avons obtenu les résultats suivants:

$$\text{DIR} = 6,56 + 1,28\log(E) + 0,023 \text{ TIME}, r = 0,39$$

$$(2,10) (0,50) (0,007) (0,02)$$

$$R^2 = 0,87, \text{Ecart type} = 0,180, \text{DW} = 2,07$$

Lorsque DIR représente les investissements directs nets à l'étranger exprimés en pourcentage du PNB, E est une variable endogène retardée représentant le taux de change effectif réel, et TIME la tendance temporelle. r est le coefficient des résidus du premier ordre autorégressif. Pour la variable E, nous avons choisi de prendre en compte les quatre périodes précédentes.¹¹

11. La variable endogène retardée représentant le taux de change effectif réel est donnée par:
 $1,52\log(E) + 1,84\log(E(-1)) - 0,18\log(E(-2)) - 0,12\log(E(-3)) + 1,26\log(E(-4))$
 (0,79) (1,01) (1,01) (1,02) (0,81)

L'équation de régression montre que l'appréciation réelle du yen induit des sorties nettes de capitaux sous forme d'investissements directs. L'impact positif du taux de change réel, bien que de faible amplitude, se répercute très sensiblement sur les variations des spécifications. Nous avons essayé d'autres variables explicatives possibles, comme le différentiel des taux d'intérêt réels et les cours réels relatifs des valeurs, sans toutefois obtenir d'amélioration notable. Les investissements directs suivent également une tendance temporelle marquée à la hausse.

Rapport entre l'épargne et les investissements

Que le Japon ait enregistré un excédent permanent de ses comptes courants et accumulé des actifs extérieurs nets considérables pendant la décennie 1980, signifie que ses résidents ont consommé moins que ce qu'ils ont produit et épargné plus que ce qu'ils ont investi.

L'excédent d'épargne par rapport aux investissements a été transféré à l'étranger sous la forme de créances sur le reste du monde. Il importe d'examiner le comportement du Japon en matière d'épargne et d'investissement pour appréhender pleinement les causes sous-jacentes du gonflement accéléré des actifs extérieurs nets du pays.

256

Le graphique 7 représente l'épargne et les investissements nets exprimés en pourcentage du PNB. On constate que, tant le taux d'épargne (épargne/ratio du PNB) que le taux d'investissement (investissement/ratio du PNB) ont suivi au cours des années une tendance à la baisse, tout en conservant une corrélation assez étroite entre eux. Les deux taux se sont maintenus en moyenne autour de 22,5% dans les années 1960 et pendant la première moitié des années 1970, puis ont baissé pour s'établir dans une fourchette de 17% (pour le taux d'investissement) à 18% (pour le taux d'épargne) dans les années suivantes. L'évolution entre ces deux variables a été fortement corrélée jusqu'au début de la décennie 1980, date à laquelle la relation s'est relâchée. Le coefficient de corrélation entre les deux taux était, par exemple, de 0,88 durant la période entre 1960 et 1980, pour tomber à 0,52 pendant la décennie suivante. Cette relation plus lâche entre l'épargne et les investissements dans les années 1980 s'explique facilement par la libéralisation accrue des transferts internationaux de capitaux qui a rendu l'investissement intérieur moins dépendant de l'épargne nationale. Il s'agit de l'effet bien connu Feldstein-Horioka (1980). Lorsque le taux de l'épargne s'est infléchi à la fin des années 1970 et au début des années 1980, le taux des investissements a marqué une baisse plus rapide. Lorsque le taux d'épargne a réamorcé une hausse en 1984, le taux d'investissement est resté stagnant. L'épargne excédentaire a été transférée à l'étranger principalement sous forme, dans un premier temps, d'investissements en valeurs

puis, ensuite d'investissements directs.

Le graphique 8 donne une ventilation du rapport épargne-investissement par secteur économique, exprimé en pourcentage du PNB. Les secteurs économiques considérés sont les ménages (y compris les entreprises non constituées en société), les entreprises et le secteur public (dont le gouvernement central et les autorités locales ainsi que le budget de la sécurité sociale). Le déficit extérieur correspond à la balance des comptes courants du Japon. On observe que le rapport épargne-investissement des ménages est resté durablement équilibré et élevé sans connaître de grandes fluctuations alors que les entreprises affichaient de façon occasionnelle des besoins en financement. Le rapport épargne-investissement du secteur public était proche de l'équilibre (c'est-à-dire un budget équilibré) dans la première moitié des années 1970 mais a commencé à se détériorer au milieu des années 1970 en raison du déficit budgétaire croissant. Changeant de registre, les autorités ont ensuite conduit une politique de consolidation budgétaire vers la fin des années 1970, procédant à un rééquilibrage progressif entre l'épargne et les investissements dans la décennie 1980, inversant même la tendance pour dégager un excédent dans la dernière moitié des années 1980. La balance des comptes courants a fluctué de façon parallèle en maintenant un équilibre du début jusqu'au milieu des années 1980. Durant cette période, les excédents de la balance des comptes courants japonaise se sont accompagnés d'un redressement de l'équilibre budgétaire public. Après 1987, le déclin des excédents des comptes courants a été suivi d'une dégradation du rapport épargne-investissement des entreprises bien que les équilibres publics aient continué de s'améliorer. En d'autres termes, une politique d'investissement privés active a entraîné une réduction des excédents des comptes courants au cours de la deuxième moitié de la décennie 1980.

257

Il y a lieu de souligner qu'aux Etats-Unis, le rapport épargne-investissement du secteur public s'est détérioré rapidement dans la première moitié des années 1980 et que des déficits importants se sont maintenus jusqu'à la fin de la décennie. Ce phénomène a été particulièrement remarquable après 1983 lorsque l'économie américaine a entamé le cycle d'expansion le plus long qu'elle ait connu en période de paix, en raison du maintien du déficit budgétaire bien que le secteur privé ait augmenté ses dépenses et réduit son épargne.

Ceci signifie que, durant les années 1980, les Etats-Unis et le Japon ont mis en œuvre des politiques budgétaires diamétralement opposées; les premiers ont conduit une politique budgétaire expansionniste en alourdissant les déficits publics tandis que les seconds menaient une politique de rigueur budgétaire en les réduisant. Du point de vue des rapports épargne-investissements, les excédents importants de la balance des comptes

courants s'expliquent par les divergences entre les politiques budgétaires entre les deux pays.

Bien que le rapport épargne-investissement satisfaisant des ménages n'ait pas contribué directement à la formation des excédents des comptes courants, il en a constitué à long terme l'un des facteurs structurels sous-jacents. Bien qu'en léger recul de 10% en moyenne dans les années 1970 à 9% dans les années 1980, il est demeuré stable et s'est maintenu à un niveau élevé pendant toute la période. Contrairement aux Etats-Unis, il n'a pas diminué même lorsque l'économie a poursuivi son expansion. Sans le taux d'épargne élevé des ménages, le Japon n'aurait pas enregistré de tels excédents dans les années 1980.

IMPLICATIONS DE LA POSITION CREDITRICE CROISSANTE

Quelles sont les répercussions possibles de l'accroissement des actifs extérieurs nets du Japon? Nous nous attacherons aux incidences internationales, en particulier sous l'angle du commerce mondial ainsi que de la politique monétaire et financière internationale. Pour résumer les choses en peu de mots, cette situation impliquera un renforcement du rôle et de l'influence du Japon sur les questions économiques mondiales ¹²⁾.

258

Commerce international

L'une des conséquences vraisemblables de l'expansion des actifs extérieurs nets du Japon est la persistance des tensions haussières sur la valeur réelle du yen. Ces tensions à la hausse qui s'exercent sur le taux de change de la devise nipponne vont s'accroître si les Etats-Unis continuent à gérer des comptes courants déficitaires, contribuant en cela à détériorer la propre situation de leurs actifs extérieurs.

L'appréciation réelle du yen induira de nouvelles adaptations structurelles de l'économie japonaise et resserrera ses relations économiques avec les autres pays asiatiques. Cette situation consolidera l'interdépendance économique existant déjà entre les pays asiatiques et pourra contribuer à la formation de facto d'un bloc économique régional.

La flambée des cours du yen observée sur la période allant de 1985 jusqu'à la fin de 1988, a entraîné des modifications structurelles profondes au Japon. Les entreprises nipponnes ont, soit transféré leurs ressources

12. Eichengreen (1989) apporte des points de vue intéressants sur les responsabilités d'un pays créateur dans des perspectives historiques.

^{*} Ce texte est une version révisée de la contribution présentée aux «Neuvièmes Journées internationales d'économie monétaire et bancaire» qui s'est tenue à Nantes (France) les 11-12 juin 1992. L'auteur remercie Juan Alves, Kenton Freitag et Ken Goodwin pour leur assistance en matière de recherches; le Professeur Jean-Paul Pollin et les autres participants à la conférence pour leurs commentaires et l'Université de Nantes pour son soutien financier. L'auteur a achevé cette étude lors de son séjour au Dpt de Sciences économiques de l'Université de Colombie Britannique.

engagées dans la production des biens exportables vers les secteurs non exportables; augmenté la production des biens à forte valeur ajoutée nécessitant la mise en œuvre de technologies et de ressources humaines de pointe aux dépens de produits à faible valeur ajoutée, ou délocalisé leurs capacités de production à l'étranger sous forme d'investissements directs. Ce processus a fait du Japon un marché attractif pour les biens manufacturés en provenance de l'étranger. Les importations de produits manufacturés ont augmenté par le biais de plusieurs canaux: la sous-traitance en représente un, c'est-à-dire les importations auprès de fournisseurs étrangers de marchandises particulières répondant aux spécifications précises de l'acheteur. Des arrangements de ce type ont été conclus avec de nombreuses entreprises asiatiques entraînant ces dernières années un essor du volume des importations en provenance d'Asie. Les investissements directs à l'étranger concernant les échanges au sein des entreprises constituent une autre voie de stimulation des importations. L'envolée du yen a eu pour effet de susciter des investissements productifs de la part du Japon dans les nouveaux pays industrialisés asiatiques et les pays de l'ANASE (Association des Nations de l'Asie du Sud-Est). Les investissements réalisés dans ces pays ont eu pour principal objet de réduire les coûts de production dans une perspective mondiale. Les multinationales japonaises ont commencé à affecter dans différents pays la fabrication de pièces détachées et de composants divers en dosant les divers facteurs, de production requis pour produire les marchandises finales rassemblent les différents types de pièces détachées et de composants originaires de diverses provenances. Cette division du travail au cours du processus de production a encouragé les échanges au sein des entreprises implantées dans les pays asiatiques. Les investissements directs réalisés par les Japonais en Asie ont donc généré des flux d'échanges importants au sein des entreprises et donné également un coup de fouet aux importations. Ce modèle de partage du travail en cours de processus de production et au sein des entreprises a joué un rôle déterminant en liant les économies asiatiques au sein d'un même marché.

259

L'interdépendance croissante des économies des pays asiatiques encouragée par les capitaux, la technologie et les importations japonaises a entraîné, par le jeu des mécanismes du marché, la création d'une zone économique naturelle. Si la parité du yen continue à se renforcer par rapport aux autres grandes devises internationales, cette tendance vers une intégration économique plus étroite de la région s'accélérera.

Le système commercial mondial semble se diriger à présent vers une régionalisation. La Communauté européenne a achevé l'intégration de son marché à la fin de 1992 et devrait l'élargir en y incluant l'AELE (Association Européenne de Libre Echange), certains pays de l'Est récemment acquis à

l'économie de marché et l'ancienne Union Soviétique. L'interdépendance des échanges intérieurs s'est renforcée au cours des années et la CEE constitue déjà la plus vaste zone commerciale du monde. En Amérique du Nord d'autre part, l'évolution vers une zone de libre échange s'est amorcée à la suite de la mise en œuvre de l'Accord de libre échange signé entre le Canada et les Etats-Unis en janvier 1989. Compte tenu de l'étroitesse des relations économiques existantes entre les trois pays, il est vraisemblable qu'une zone de libre échange nord-américaine trilatérale verra le jour très prochainement.

Compte tenu de l'impasse dans laquelle se trouvent les négociations de l'Uruguay Round et la montée en force du régionalisme, quel est le rôle du Japon en Asie? Renforcera-t-il le régionalisme dans cette partie du monde pour devenir le centre économique du bloc asiatique? La réponse est que le Japon constitue déjà le centre nerveux de l'économie asiatique et que ce rôle ne fera que s'accroître, mais qu'il ne devrait pas s'efforcer d'établir un bloc formel dans cette région. Et cela pour deux raisons. Premièrement, les pays asiatiques, dont le Japon, ont connu un développement économique spectaculaire en raison de l'existence de marchés libéralisés et ouverts en Europe et aux Etats-Unis. Ils n'auraient pas été en mesure d'enregistrer une croissance aussi dynamique sans l'existence d'un système commercial aussi libéral. Ils continueront d'avoir besoin de marchés extérieurs et ont, en réalité, consolidé plutôt qu'affaibli l'interdépendance économique avec les Etats-Unis et, dans une moindre mesure, l'Europe. La création en Asie d'un bloc commercial formel, tourné sur lui-même ne va pas dans le sens de l'intérêt de nombreux pays asiatiques. Deuxièmement, les Etats-Unis ont resserré leurs liens commerciaux avec les pays asiatiques et souhaitent s'engager encore plus avant dans ce processus. Lors de la controverse récente sur l'éventuelle formation d'un Comité économique des Etats d'Asie du Sud, les Etats-Unis se sont fermement opposés au projet craignant que cette initiative ne conduise à la création d'un bloc économique fermé. Etant donné l'influence encore forte des Américains dans cette région, et la dépendance marquée des pays asiatiques envers les Etats-Unis, il paraît difficile d'imaginer qu'un bloc exclusif voit le jour dans cette région. Le Japon ne sera pas à même de lancer des initiatives en la matière en raison du souvenir encore vivace de la tentative avortée d'établir une «Sphère de co-prosperité du grand sud-est asiatique».

Au lieu de constituer un bloc économique tourné sur lui-même, le Japon devrait s'efforcer de conserver un système commercial libéral, multilatéral et ouvert. Pour empêcher l'Amérique du Nord et l'Europe de se transformer en forteresses, il devrait ouvrir plus largement son propre marché intérieur aux produits et aux entreprises étrangers et s'employer impérativement à transformer la structure de son économie nationale de manière à la rendre

conforme aux normes internationales.

Le marché monétaire et financier international

Le renforcement du statut de pays créateur du Japon et son issue probable, une tendance à la hausse durable du yen, accroîtra progressivement le rôle de la monnaie japonaise comme devise internationale. Jusqu'à présent le dollar américain a été la devise dominante la plus utilisée pour les transactions économiques internationales. Le rôle dominant de la devise américaine se maintiendra à long terme, mais un alourdissement continu de l'endettement extérieur net des Etats-Unis est susceptible d'éloigner les investisseurs du billet vert, réduisant de la sorte son rôle international. Un déclin de la devise américaine s'accompagnera vraisemblablement d'un renforcement du rôle du yen. Cela ne signifie pas que le yen finira par remplacer le dollar dans les transactions monétaires et financières internationales; cela veut simplement dire que le système monétaire et financier international reposera de plus en plus, de façon équilibrée, sur le dollar américain, l'ECU (soutenu par le Deutschmark) et le yen, considérées comme devises internationales d'importance égale.

Pour que ce système fondé sur des devises multiples puisse voir le jour, le yen doit nécessairement devenir la devise internationale dominante en Asie. A ce jour l'utilisation internationale du yen est tout à fait limitée, même dans cette région. On utilise la monnaie japonaise et on en détient dans les mêmes proportions que le Deutschmark et beaucoup moins fréquemment que le dollar américain. La seule exception se trouve dans la dénomination en devise de la dette extérieure des pays asiatiques, aujourd'hui libellée pour la plus grande part en yens (*voir Tavlas et Ozeki, 1992*) et qui reflète la position dominante du Japon comme principal bailleur de fonds des pays de la région. Les banques centrales des pays asiatiques s'efforcent de stabiliser leurs taux de change essentiellement par rapport au dollar américain et aucun d'entre eux n'essaie d'aligner leur devise sur le yen. Cependant, à mesure que le Japon et les autres pays asiatiques renforcent leurs interdépendance économique par le biais d'échanges commerciaux, d'investissements, de transferts de technologie et de flux financiers, l'utilisation internationale du yen se développera tout naturellement. On ne peut donc écarter l'éventualité que la monnaie japonaise devienne la devise internationale dominante sur le marché asiatique dans un proche futur.

Afin de préserver la croissance et la stabilité de l'économie mondiale fondée sur un système de devise multiples, les Etats-Unis, la CEE et le Japon devraient poursuivre et resserrer la coordination de leur politique internationale dans de nombreux domaines importants. Le Japon, en tant que pays créateur de premier plan et appelé à évoluer dans ce sens, devrait devenir

un acteur de plus en plus déterminant dans l'élaboration de la politique mondiale monétaire et financière. Ce rôle demande d'assurer la stabilité du système monétaire international en procurant des flux de capitaux réguliers au reste du monde et en assumant la position de prêteur d'ultime recours à une époque de crise mondiale de liquidités.

Premièrement, le maintien de la stabilité du système monétaire international passe par la coordination étroite des politiques macroéconomiques des pays industrialisés et le Japon sera appelé à intervenir de façon plus déterminante qu'auparavant dans ce domaine. La coordination des politiques internationales pose toutefois la difficile question de la résolution des éventuels conflits entre les objectifs nationaux et globaux. Lorsque l'on a craint un effondrement du dollar, le Japon a mené une politique d'expansion monétaire entre 1986 et le début de 1989. Pour prévenir la chute accélérée de la devise américaine, le Japon (ainsi que l'Allemagne) ont convenu, lors des accords du Louvre en février 1987, d'assouplir leur politique monétaire alors même que l'économie japonaise était sortie de la «récession endaka» (récession provoquée par l'envolée du yen de juillet 1985 à novembre 1986). Le taux d'escompte a été maintenu au taux, de 2,5%, le plus faible de son histoire entre février 1987 et mai 1989, entraînant une inflation élevée des prix des actifs comme le cours des valeurs boursières et le prix des terrains qu'il a fallu maîtriser ultérieurement en mettant en œuvre une politique monétaire particulièrement rigoureuse. La Banque du Japon a commencé à resserrer sa politique monétaire de façon drastique à partir du milieu de l'année 1989. Ce coup de frein monétaire a permis de juguler l'inflation des actifs au prix d'un effondrement de la bourse et de l'arrêt de l'une des plus longues périodes d'expansion de l'économie japonaise. La stabilité des conditions macroéconomiques intérieures a été sacrifiée. Le nécessité de plus en plus impérieuse du Japon de subordonner sa propre politique économique aux objectifs globaux comme le soutien du dollar et le maintien de la stabilité du système monétaire international, soulève la question difficile des moyens à mettre en œuvre pour concilier les objectifs à la fois nationaux et globaux.

Deuxièmement, on attend du Japon, en tant que pays créateur de premier plan disposant d'abondantes ressources financières, qu'il assure la fluidité et la régularité des transferts de capitaux nécessaires à la croissance et à la stabilité de l'économie mondiale. L'expérience de la décennie 1980 montre l'importance capitale que revêt le maintien de la stabilité de l'environnement macro-économique intérieur. La politique de resserrement monétaire menée par le Japon et l'effondrement du marché boursier qui en est résulté à la fin des années 1980 ont entraîné une réduction des sorties nettes de capitaux à long terme. En 1991 la physionomie des mouvements de capitaux a été complètement transformée: le Japon importait des

capitaux à long terme et en exportait à court terme. L'offre de capitaux stables à long terme mis à disposition du reste du monde a été fortement amputée. La leçon qu'il convient d'en tirer est que le Japon doit impérativement préserver la stabilité des conditions macroéconomiques afin de pourvoir le reste du monde en financements réguliers.

Il importe aussi de canaliser ces ressources officielles vers les pays dont le devenir économique revêt une importance vitale pour la santé de l'économie mondiale mais qui ne sont pas en mesure d'attirer, par leurs propres moyens, des flux de capitaux privés pour financer leur restructuration et leur développement économiques. Ces pays sont l'Europe de l'Est, l'ancienne Union Soviétique et l'Amérique latine. Le gouvernement japonais sera incité, par l'entremise du FMI, de la Banque Mondiale et de la Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (BERD), à adopter une politique plus agressive en fournissant des financements officiels sur les plans tant bilatéral que multilatéral.

Enfin, le Japon en tant que pays créateur de premier plan, devra assumer le rôle de prêteur international «de dernier recours» à une époque où la stabilité du système financier international est menacé. Lorsque, par exemple, les turbulences du marché financier ont fait naître des crises financières et bancaires, le Japon associé aux autres nations industrialisées, doit se tenir prêt à injecter les liquidités nécessaires pour rétablir la confiance dans le système.

263

CONCLUSION

La présente étude a fait le point sur la situation des actifs extérieurs nets du Japon et examiné les causes et les implications de son passage au statut de pays créateur.

Il a été démontré que le Japon avait accumulé rapidement des avoirs extérieurs nets dans les années 1980 et qu'il était devenu le premier bailleur de fonds mondial. Les facteurs structurels à long terme qui expliquent cette expansion sont (a) la croissance accélérée de la productivité du Japon et (b) le taux d'épargne élevé des ménages. Les causes directes de ce phénomène remontent aux années 1980 (c) les conditions macroéconomiques américaines et japonaises entraînant une variation du prix des éléments d'actifs comme le taux d'intérêt réel, le taux de change réel, et le cours des valeurs boursières ainsi que (d) la libéralisation des changes et des transferts de capitaux.

Il est possible de résumer cette analyse de la façon suivante: lorsque l'économie américaine a entamé un cycle d'expansion prolongé en 1983, les déficits budgétaires publics n'ont pas disparu. L'essor de la demande intérieure réelle, se conjuguant aux déficits budgétaires, a fait grimper les

taux d'intérêt réels aux Etats-Unis, attirant les capitaux en provenance du monde entier y compris du Japon. Les investisseurs japonais qui venaient de voir libéraliser leurs changes et les transferts de capitaux, ont jugé rentable de diversifier globalement leurs portefeuilles en acquérant des titres libellés en dollars. Les sorties de capitaux à long terme investis en valeurs étrangères ont augmenté conduisant à une appréciation du dollar et à une dépréciation du yen. Le gonflement de la demande intérieure réelle aux Etats-Unis associé à la baisse du yen, a donné un coup de fouet aux exportations nettes du Japon, en particulier de machines et d'équipements. Le Japon avait créé des capacités industrielles compétitives pour produire ces biens manufacturés dont la demande était forte aux Etats-Unis. Comme ceux-ci voyaient croître leurs importations nettes et se creuser le déficit de leurs comptes courants, des pressions protectionnistes se sont faites sentir et un dollar fort n'était dorénavant plus soutenable. La valeur du billet vert a commencé à décliner au printemps 1985 et cette tendance s'est confirmée lors des accords du G5 au Plaza en septembre de la même année. Toutefois la dépréciation du dollar s'est précipitée tandis que l'envolée du yen s'accélérait. Craignant une aggravation de la «récession endaka», la Banque du Japon a commencé à stimuler l'économie en injectant des liquidités en 1986. Lors des accords du Louvre en février 1987, les pays du G7 ont décidé de soutenir la devise américaine et le Japon a accepté d'assouplir encore plus une politique monétaire déjà expansionniste. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau bas a continué bien que les déficits des comptes courants américains se soient réduits et que la confiance dans le dollar se soit rétablie en 1988. Le faible niveau des taux d'intérêt et la flambée consécutive des valeurs boursières ont dopé les investissements japonais dans ce domaine. Lorsque la Banque du Japon s'est à nouveau tournée vers une politique de rigueur monétaire, les taux d'intérêt japonais se sont mis à grimper et les cours des valeurs boursières à chuter pour pratiquement s'effondrer à la fin de 1990. Il en est résulté un recul sensible des sorties de capitaux investis en valeurs boursières. Alors que ce type de placement continuait à décroître, les investissements directs qui avaient enregistré une progression régulière en raison de l'envolée du yen depuis 1985, ont constitué majoritairement les sorties de capitaux à long terme à l'étranger.

Ainsi donc, l'évolution macroéconomique aux Etats-Unis et au Japon, se conjuguant à la libéralisation des changes et des mouvements de capitaux dans celui-ci, ont contribué directement à l'essor des actifs extérieurs nets du Japon dans les années 1980. En même temps, il y a lieu de souligner à nouveau que des facteurs structurels à long terme, comme l'amélioration continue de la productivité de la main-d'oeuvre dans l'industrie de transformation ainsi que le taux d'épargne élevé des ménages, ont participé à ce processus. Cette étude a également présenté les implications, à l'échelle internatio-

nale, du statut du Japon comme pays crédeur net de plus en plus important. Nous en avons tiré la conclusion que le poids et le rôle du Japon dans le système économique international sera inévitablement appelé à croître. En tant que pays crédeur et acteur important du monde industrialisé, il aura l'obligation d'oeuvrer à la fois à la pérennité d'un système commercial ouvert sans encourager le protectionnisme et le régionalisme tourné vers l'intérieur dans les autres parties du monde, à l'offre régulière de financements à long terme et d'autres ressources financières en assurant sur son marché intérieur la stabilité de l'environnement macro-économique et au maintien de la stabilité du système monétaire international par la coordination accrue des politiques internationales. Ce rôle ne sera pas facile mais le Japon se doit de rechercher un équilibre optimal entre la stabilité intérieure et les objectifs globaux.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

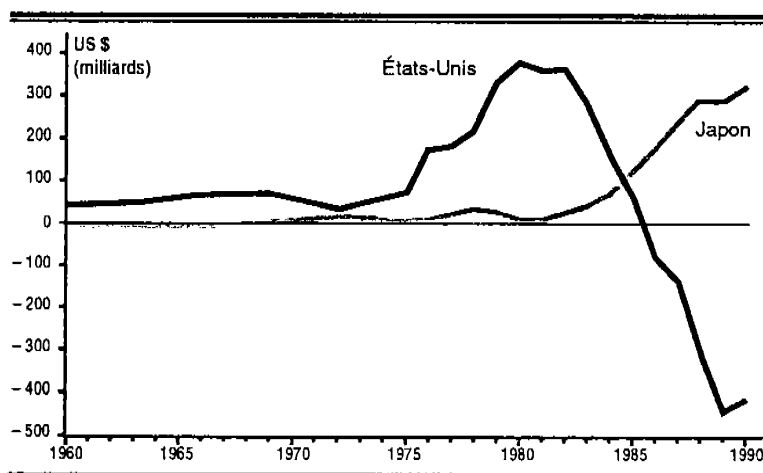
- Corker, Robert, "External Adjustment and the Strong Yen", *IMF Staff Papers*, 36 (June) 1989), pp; 464-493.
- Eichengreen, Barry, "The Responsibilities of a Creditor Nation", in *The Advanced Industrial Societies in Disarray: What are the Available Choices?*, *Annals of the Institute of Social Science*, Special Issue (March 1989), University of Tokyo, pp. 77-107.
- Feldstein, Martin and Charles Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economy Journal*, 90 (June 1980), pp. 314-329.
- Froot, Kenneth and Jeremy C. Stein, "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach", NBER Working Paper Series No. 2914 (March 1989).
- Fujii, Mariko and Kazuo Ueda, "Japanese Capital outflows: 1971 to 1985", paper presented at the NBER-MOF International Symposium on Current Theoretical and Policy Issues in the US and Japanese Economy (October 16-17), Tokyo.
- Fukao, Mitsuhiro, "Liberalization of Payments", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 8 (September 1990), pp; 101-165.
- Kawai, Masahiro, "Japan's Demand for Long-term External Financial Assets in the 1980's", *Asian Economic Journal*, 3 (September 1989), pp. 65-115.
- Kawai, Masahiro, "Japanese Investment in Foreign Securities in the 1980's", *Pacific Economic Papers*, 201 (November 1991), Australian National University.
- Komiya, Ryutaro, "Japan's Foreign Direct Investment", in his *The Japanese*

- Economy ; Trade Industry, and Government* (Tokyo : University of Tokyo Press, 1990), pp. 111-156.
- Komiya, Ryutaro and Miyako Suda, *Japan's Foreign Exchange Policy 1971-82*, translated and edited by Colin McKenzie (Sydney : Allen & Unwin, 1991).
- Krugman, Paul, "Sustainability and the Decline of the Dollar", in Ralph C. Bryant, Gerald Holtham and Peter Hooper, eds., *External Deficits and the Dollar ; The Pit and the Pendulum* (Washington, D.C. : Brookings Institution, 1988), pp. 82-89.
- Marris, Stephen, "Deficits and the Dollar : The World Economy at Risk", *Policy Analyses in International Economics*, No. 14, Updated edition (August 19+87), Institute for International Economics.
- Sinn, Stefan, *Net External Asset Positions of 145 Countries ; Estimation and Interpretation*, Kieler Studien 234, Institute für Weltwirtschaft and der Universität Kiel (J.C.B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen, 1990).
- Tavlas, George S. and Yuzuru Ozeki, "The Internationalization of Currencies : An Appraisal of the Japanese Yen", *Occasional Paper*, (January 1992), International Monetary Fund.

266

Graphique 1

Actifs extérieurs nets du Japon et des États-Unis



Sources : Japan's Ministry of Finance, Monthly Statistics on Government Finance and Banking, various issues. U.S. Department of Commerce, Historical Statistics of the United States : Colonial Times to 1970, Part 1, 1975; Survey of Current Business, June 1988, June 1991.

Table 1
Japan's Balance of Payments
(US \$ Million)

	1961	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Current Account	-982	932	1,970	-682	-10,746	4,770	6,850	20,799	35,003	49,169	85,845	87,015	79,631	57,157	35,761	72,901
Merchandise Trade	-568	1,901	3,963	5,028	2,125	19,967	18,079	31,454	44,257	55,986	92,827	96,386	95,012	76,917	63,528	103,044
Services	-383	-884	-1,785	-5,354	-11,343	-13,573	-9,848	-9,106	-7,747	-5,165	-4,932	-5,702	-11,263	-15,526	-22,292	-17,660
Net Investment Income	-49	-189	-209	-273	854	-763	1,718	3,082	4,231	6,840	9,473	16,670	21,032	23,442	23,204	26,724
Other	-334	-695	-1,576	-5,081	-12,197	-12,810	-11,566	-12,188	-11,978	-12,005	-14,405	-22,372	-32,295	-38,968	-45,496	-44,384
Unrequited Transfer	-42	-85	-208	-356	-1,528	-1,381	-1,549	-1,507	-1,507	-1,652	-2,050	-3,669	-4,118	-4,234	-5,475	-12,483
Capital Account (a)	963	-881	-2,241	1,266	13,861	-5,253	-11,577	-22,854	-38,746	-53,160	-88,303	-83,122	-82,427	-35,149	-14,884	-65,070
Long-term Capital Account	-10	-415	-1,581	-272	2,324	-9,672	-14,969	-17,700	-49,651	-64,542	-131,461	-136,532	-130,930	-89,246	-43,586	-37,057
Direct Investments	-50	-30	-261	-1,537	-2,107	-4,705	-4,101	-3,196	-5,975	-5,810	-14,254	-18,354	-34,695	-45,184	-46,271	-29,358
Securities Investments (b)	76	12	234	2,729	9,360	4,443	2,117	-1,876	-23,601	-43,032	-101,432	-93,838	-66,651	-29,034	-5,028	40,978
Loans	154	-97	-548	-1,129	-2,784	-5,259	-8,083	-8,462	-11,999	-10,502	-9,315	-16,509	-15,293	-4,682	16,930	25,027
Trade Credits	-169	-252	-780	-55	-733	-2,746	-3,245	-2,581	-4,934	-2,788	-1,876	-536	-6,367	-4,011	671	3,926
Other	-22	-48	-286	-280	-1,412	-1,395	-1,657	-1,585	-3,142	-2,410	-4,584	-7,468	-7,334	-7,335	-9,888	-3,516
Short-term Capital Account, Private	571	-346	358	742	16,285	8,651	-1,544	-3,547	13,265	9,912	56,897	95,666	63,981	29,403	7,835	-119,212
Private nonbanking	21	-61	724	-1,138	3,141	2,265	-1,579	23	-4,295	-936	-1,509	23,865	19,521	20,811	21,468	-25,758
Authorized Foreign Exchange Banks	550	-285	-356	1,880	13,144	6,386	35	-3,570	17,560	10,848	58,506	71,801	44,460	8,592	-13,633	-93,454
Short-term Capital Account, Official (c)	402	-120	-1,008	796	-4,748	-4,242	4,936	-1,607	-2,360	1,470	-13,739	-42,256	-15,478	24,694	20,867	17,085
Changes in Foreign Exchange Reserves	338	-108	-903	703	-4,905	-3,171	5,141	-1,234	-1,817	-197	-15,728	-39,240	-16,183	-12,767	7,842	8,073
Errors and Omissions	19	-51	271	-584	-3,115	493	4,727	2,055	3,743	3,991	2,458	-3,893	2,796	-22,008	-20,877	-7,851

Note : a) Minus sign indicates capital outflows.
b) Gensaki transactions are entered as short-term capital.
c) Constructed as - (Current Account + Long-term Capital Account + Private Short-term Capital Account + Errors and Omissions).

Source : Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, various issues

Table 2
Ex-Post Rates of Return on External Assets and Liabilities

(%)

	Direct Investments		Indirect Investments		Total	
	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
1971	6,6	12,3	3,5	4,9	3,7	5,3
1972	7,6	11,5	4,0	4,4	4,2	4,8
1973	6,3	18,2	5,8	6,1	5,8	6,7
1974	6,3	16,7	7,0	9,5	6,9	9,8
1975	6,8	15,1	6,3	7,6	6,3	7,9
1976	6,9	15,1	5,3	6,3	5,5	6,7
1977	7,6	17,0	4,6	5,8	5,1	6,2
1978	6,0	16,0	5,2	5,9	5,3	6,2
1979	5,9	18,7	7,2	7,0	7,1	7,4
1980	7,3	15,9	7,6	7,8	7,5	8,1
1981	6,5	17,4	8,8	9,4	8,5	9,5
1982	5,9	15,1	8,7	8,1	8,4	8,3
1983	6,7	16,4	6,2	5,5	6,2	5,7
1984	6,3	17,5	6,1	5,6	6,1	5,8
1985	6,2	18,0	5,6	5,1	5,7	5,3
1986	5,2	22,4	5,0	4,4	5,0	4,6
1987	5,3	19,9	5,5	4,6	5,5	4,7
1988	4,0	20,6	6,0	5,2	5,9	5,4
1989	3,5	23,3	6,5	5,8	6,3	5,9
1990	2,7	23,7	7,2	6,5	6,7	6,6

Note : The ex-post rate of return is calculated as investment income received (or paid) divided by the average asset (liability) stock, where average asset (or liability) stock is the average of the end-of-the year stocks of the year concerned and the previous year.

Source : Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, various issues.

Table 3
Composition of Japan's Net External Assets

	(US\$ Million)												
	1971	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Private Sector	-1,088	-10,302	-16,659	-18,537	2,046	11,928	47,069	104,450	139,541	146,494	147,571	158,839	218,835
Long Term	-495	12,931	31,760	39,531	56,928	61,500	108,208	172,662	272,512	386,290	459,737	496,238	565,542
Direct Investments	514	6,238	16,342	20,591	24,971	27,814	33,463	39,231	51,557	68,004	100,364	145,207	191,591
Securities Investments	-3,490	-3,591	-8,305	-12,444	-7,006	-13,833	10,497	60,901	114,322	173,471	172,332	159,791	229,292
Loans	-1,620	3,262	13,216	17,466	21,903	27,946	39,335	45,659	66,012	96,368	122,602	118,169	72,059
Trade Credits	4,853	6,734	9,752	13,220	15,905	18,094	22,800	23,472	31,959	37,154	48,768	52,870	47,134
Other	-752	268	755	698	1,155	1,479	2,113	3,419	6,662	11,293	15,671	20,201	25,466
Short Term	-6,593	-23,233	-48,419	-58,882	-49,572	-61,139	-68,232	-133,971	-239,796	-312,166	-337,399	-346,707	
Monetary Movements	-1,471	-13,471	-32,816	-39,545	-38,986	-35,221	-52,536	-61,265	-127,450	-209,901	-262,909	-266,833	-254,367
Other	-5,122	-9,762	-15,603	-15,896	-14,351	-8,603	-6,967	-6,521	-29,895	-49,257	-70,566	-92,340	
Government Sector	16,861	17,320	28,193	29,455	22,636	25,331	27,277	25,371	41,810	94,250	144,175	134,376	109,224
Long-term	2,211	5,823	8,832	7,224	4,878	6,611	7,754	6,287	11,288	23,710	61,307	75,508	66,521
Loans	1,809	5,083	15,282	19,758	20,287	22,349	24,388	23,209	33,492	43,098	55,544	60,464	60,927
Other	402	740	-6,450	-12,534	-15,409	-15,738	-16,634	-19,922	-22,204	-19,388	5,763	15,044	5,594
Short-term	14,650	11,497	19,361	22,231	17,758	18,720	19,523	19,084	30,522	70,540	82,868	58,868	42,703
Monetary Movements	14,877	12,103	21,790	25,330	20,444	21,791	23,671	23,093	36,191	78,253	92,725	68,115	50,894
Other	-227	-606	-2,429	-3,099	-2,686	-3,071	-4,148	-4,009	-5,669	-7,713	-9,857	-9,247	-8,191
Total Net External Assets	9,773	7,018	11,534	10,918	24,682	37,259	74,346	129,821	180,351	240,744	291,746	293,215	328,059

Source: Ministry of Finance, Monthly Statistics on Government Finance and Banking, various issues.

Table 4
Trade Balance of Selected Commodity Categories

Exports	(US\$ Million)																
	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Foodstuff	126	256	344	648	760	1,588	1,739	1,401	1,389	1,440	1,316	1,476	1,546	1,895	1,667	1,646	1,822
Crude Materials and Fuels	-	112	156	215	629	1,271	1,269	1,099	1,100	1,244	1,256	1,398	1,649	1,718	2,115	2,435	2,474
Textile Products	749	1,223	1,582	2,408	3,719	6,296	7,174	6,240	6,613	6,753	6,263	6,874	6,917	6,908	6,962	7,195	7,943
Chemical Products	103	181	547	1,234	3,089	6,767	6,841	6,365	6,983	7,626	7,698	9,484	11,662	13,964	14,776	15,872	17,405
Iron and Steel Products	259	388	1,290	2,844	10,176	15,454	16,669	15,645	12,843	13,852	13,566	12,708	12,610	15,321	14,789	12,569	13,612
Machinery and Equipment	-	1,035	2,975	8,941	30,004	81,481	100,163	90,514	99,560	119,809	126,173	155,027	171,077	196,965	205,471	215,087	236,641
Others	-	860	1,568	3,028	6,576	16,950	18,175	17,627	18,439	19,390	19,360	22,186	23,760	28,346	29,475	32,194	34,558
Total Exports	2,011	4,055	8,452	19,318	55,753	129,807	152,030	136,831	146,927	170,114	175,638	209,151	229,221	264,917	275,175	286,948	314,525

Imports	(US\$ Million)																
	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Foodstuff	625	548	1,470	2,574	8,615	14,666	15,913	14,575	14,896	16,027	15,547	19,166	22,395	28,120	31,012	31,572	34,473
Crude Materials and Fuels	-	2,951	4,946	10,528	37,301	93,752	92,597	84,529	77,136	79,862	73,834	54,423	61,122	66,330	73,649	85,102	81,907
Textile Products	-	19	57	314	1,310	3,180	3,430	3,434	2,987	3,875	3,886	5,027	7,624	10,631	13,263	12,804	13,660
Chemical Products	112	265	408	1,000	2,057	6,202	6,487	6,624	7,207	8,346	8,073	9,783	11,845	14,830	15,948	16,045	17,412
Iron and Steel Products	-	88	141	276	189	894	1,067	1,216	1,349	1,912	1,479	1,762	2,848	4,625	5,068	4,584	5,503
Machinery and Equipment	-	435	760	2,298	4,286	9,843	10,240	9,112	10,409	12,066	12,372	14,399	19,123	26,661	32,376	40,863	42,851
Others	-	185	487	1,891	3,905	11,991	13,556	12,241	12,409	14,415	14,348	21,578	24,922	35,157	39,511	43,829	41,031
Total Imports	2,471	4,491	8,169	78,881	57,863	140,528	143,290	131,931	128,383	136,503	128,539	126,408	149,515	187,354	210,847	234,799	236,737

Net Exports	(US\$ Million)																
	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Foodstuff	-466	-292	-1,126	-1,926	-8,055	-13,078	-14,174	-13,174	-13,507	-14,587	-14,231	-17,710	-20,849	-27,425	-29,325	-29,325	-32,651
Crude Materials and Fuels	-	2,839	-4,690	-10,313	-36,672	-92,461	-81,328	-83,328	-76,086	-78,618	-72,578	-53,025	-59,473	-64,612	-71,534	-82,667	-79,333
Textile Products	-	1,204	1,525	2,084	2,409	3,116	3,744	2,806	3,626	2,878	2,377	1,847	-707	-3,723	-6,421	-5,609	-5,717
Chemical Products	-9	-84	139	234	1,832	565	354	-459	-224	-720	-375	-249	-183	-866	-1,172	-173	63
Iron and Steel Products	-	300	1,149	2,568	9,987	14,560	15,692	14,494	11,494	11,940	12,087	10,944	10,126	10,696	9,721	7,925	8,109
Machinery and Equipment	-	600	2,215	6,643	25,718	71,638	89,923	81,402	89,161	107,743	113,807	140,328	151,964	170,304	173,095	174,234	193,790
Others	-	675	1,071	1,137	2,671	4,959	4,619	5,386	6,030	4,975	5,012	608	-1,162	-6,811	-10,036	11,635	-6,473
Total Net Exports	-466	-436	283	437	-2,110	-10,721	8,740	6,900	20,534	33,611	46,099	82,743	79,706	77,563	64,328	52,149	77,788

Source : Bank of Japan, Economic Statistics Annual, various issues.

Table 5
Composition and Geographical Distribution of Japan's
Long-term Net Capital Outflows

(US\$ Million)

		Direct Investments	Securities Investments	Trade Credits	Loans Extended	Others	Total	(Reference) Current Account
United States	1970	20	50	526	-43	165	218	587
	1975	545	-439	11	-45	-35	37	-935
	1980	729	-3,001	-15	409	224	-1,654	6,251
	1985	2,043	29,847	587	716	-57	33,163	41,727
	1986	7,774	55,944	334	690	908	65,650	53,782
	1987	9,018	48,223	489	1,663	1,637	61,030	56,678
	1988	19,568	33,320	1,024	2,830	2,518	59,260	51,320
	1989	22,768	22,074	1,255	4,761	3,003	53,861	47,483
	1990	24,986	-19,849	633	2,783	3,166	11,719	37,653
EC Countries	1970	42	-237	87	-101	0	-209	-369
	1975	81	-1,217	-59	-150	39	-1,306	500
	1980	195	-4,559	-8	46	106	-4,220	4,959
	1985	1,480	6,639	482	835	192	9,628	7,993
	1986	2,694	29,013	1,087	1,038	554	34,386	14,828
	1987	3,476	26,434	1,066	2,091	1,260	34,327	17,712
	1988	5,693	21,229	4,507	1,768	917	34,114	19,756
	1989	9,419	-24,562	1,625	-1,431	1,713	-13,236	9,875
	1990	9,921	9,409	494	582	1,812	22,218	6,163
Other OECD Countries	1970	38	-33	46	81	0	132	-392
	1975	10	-430	-53	18	41	-414	-1,587
	1980	245	1,719	74	180	7	2,225	-3,117
	1985	317	1,705	793	2,163	11	4,989	1,347
	1986	635	6,275	108	2,281	145	9,444	3,183
	1987	1,705	5,363	-274	3,619	513	10,926	2,060
	1988	2,988	-66	1,818	301	1,090	6,131	-948
	1989	4,482	5,242	1,828	2,034	1,269	14,855	-1,702
	1990	4,482	5,242	1,828	2,034	1,269	14,855	-1,702
Communist Bloc	1970	0	0	32	0	0	32	322
	1975	0	0	209	208	0	417	20160
	1980	3	1	206	321	0	531	30477
	1985	57	-240	-521	1,086	2	384	9,474
	1986	96	-97	-764	783	72	90	7,399
	1987	183	-36	-77	-389	264	-55	3,066
	1988	604	364	234	1,154	135	2,491	1,732
	1989	713	677	676	1,811	211	4,028	-1,110
	1990	416	-521	-330	1,743	549	1,857	-5,870
Other Countries	1970	161	-31	589	364	5	1,088	1,555
	1975	901	-428	-53	1,051	1	1,472	-884
	1980	935	-3,717	476	1,816	47	-443	-21,958
	1985	1,913	3,576	1,447	4,825	624	12,385	-12,348
	1986	3,055	6,489	1,111	5,151	425	16,231	5,559
	1987	3,972	8,855	-668	7,304	544	20,007	5,765
	1988	5,842	4,909	-741	8,125	752	18,887	6,509
	1989	7,802	10,992	-1,363	-3,406	1,573	15,598	954
	1990	6,864	247	-2,246	-24,738	2,894	-16,979	487
International Institutions	1970	0	17	0	247	66	330	-11
	1975	0	-215	0	47	234	66	-18
	1980	0	127	0	12	1,028	1,167	-241
	1985	0	2,246	0	877	883	4,006	922
	1986	0	1,501	0	669	10,176	3,346	1,167
	1987	0	28	0	2,201	1,828	3,877	1,606
	1988	0	2,080	115	1,115	2,054	5,364	1,262
	1989	0	3,469	50	913	1,420	5,852	1,657
	1990	0	2,091	0	352	1,528	3,971	-152
World Total	1970	261	-234	780	548	236	1,591	1,970
	1975	1,537	-2,729	55	1,129	280	272	-682
	1980	2,107	-9,360	733	2,784	1,412	-2,324	-10,746
	1985	5,810	43,032	2,788	10,502	2,410	64,542	49,169
	1986	14,254	101,432	1,876	9,315	4,584	131,461	85,845
	1987	18,354	93,838	536	16,309	7,495	136,532	87,075
	1988	34,695	66,651	6,957	15,293	7,334	130,930	79,631
	1989	45,184	28,034	4,011	4,682	7,335	89,246	57,157
	1990	46,271	5,028	-671	-16,930	9,888	43,586	35,761

Note : a) Minus shows net capital inflow into Japan.

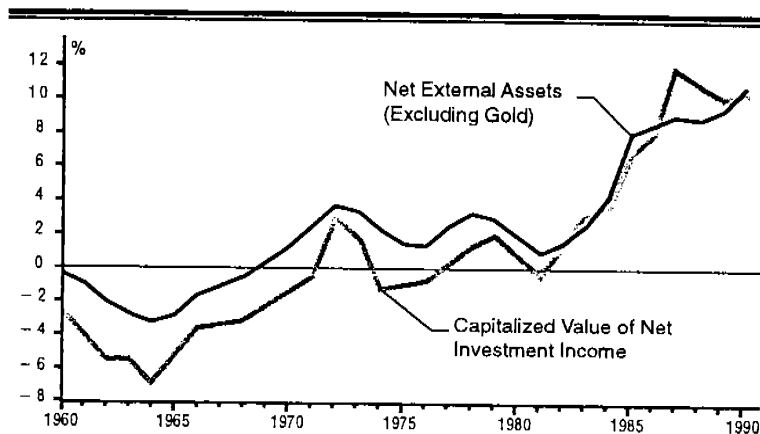
b) EC countries include the United Kingdom from 1980.

c) Other OECD Countries include South Africa in 1970, 75, and 80.

Source : Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, April Issues.

Graphique 2

Deux mesures de la position de l'actif extérieur net du Japon
(par rapport au PNB)



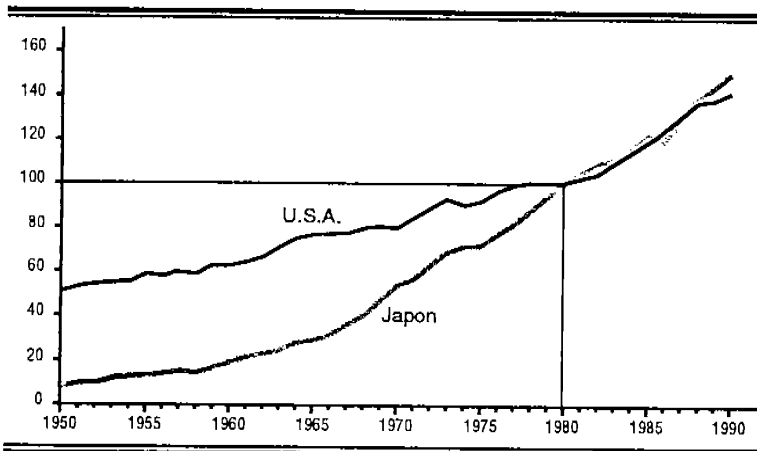
Note : Net external assets refer to the average of net external assets (excluding official gold holdings) of the year concerned and the previous year, expressed as ratio of GNP. Capitalized value of net investment income is constructed as net investment income divided by the three-month U.S. treasury bill interest rate, expressed as a ratio of GNP.

272

Sources : Bank of Japan, Balance of Payments Monthly, Japan's Ministry of Finance.

Graphique 3

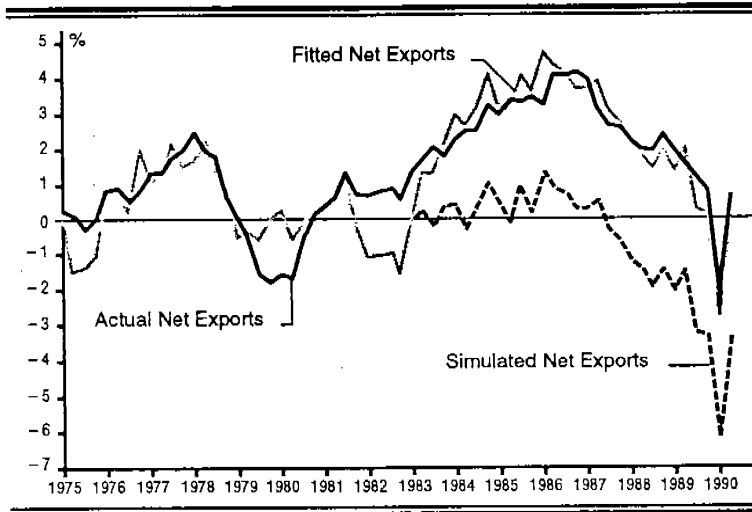
Production industrielle du Japon et des E.U. (1980 = 100)



Sources : Data for 1950-1980 U.S. Department of Labor, Handbook of Labor Statistics, (August 1990)
Data for 1980-1990 U.S. Department of Labor, Monthly Labor review, (January 1992)

Graphique 4

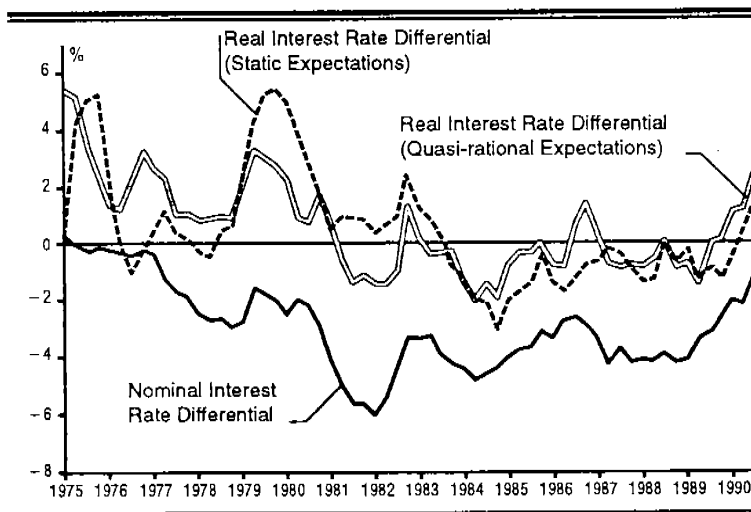
Exportations nettes japonaises (par rapport au PNB, en janvier)



273

Graphique 5

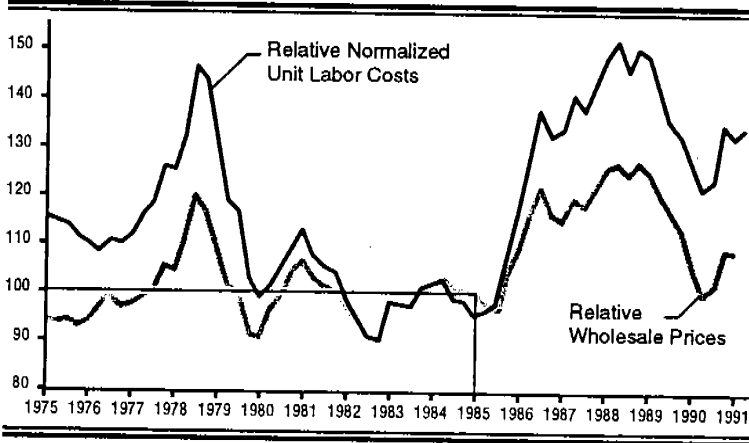
Taux d'intérêt (en janvier)



Source : IMF, International Financial Statistics, in tape.

Graphique 6

Taux de change réel du yen (1985 = 100, en janvier)

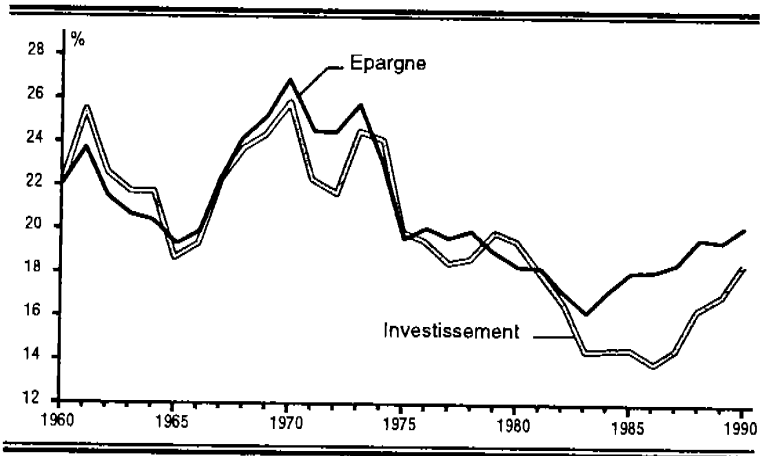


Source : IMF, International Financial Statistics, in tape.

274

Graphique 7

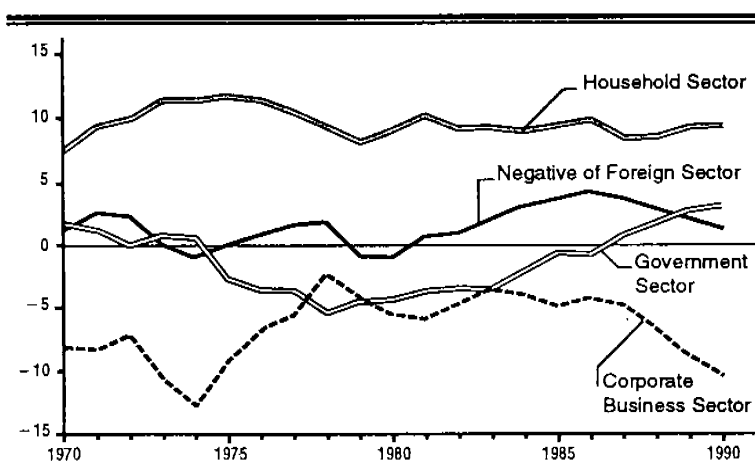
Épargne et investissement (par rapport au PNB)



Sources : OECD, National Accounts, Main Aggregates 1960 - 1989 (Paris 1991) and 1960 - 1990 (Paris 1992)

Graphique 8

Equilibre épargne / investissement selon le secteur économique
(par rapport au PNB)



Note : The household sector includes private unincorporated enterprises, the corporate business sector includes non-financial and financial corporate and quasi-corporate enterprises, and the government sector includes central and local governments and the social security account. The negative of the foreign sector corresponds to Japan's current account.

Sources : Economic Planning Agency, Japan, Annual Report on National Accounts, various issues.