

JAPON

Koichi INAMURA

Koichi Inamura, licencié de l'Ecole de l'Etoile du Matin, obtint en 1943 son diplôme de l'Université de Tokyo. Il entre alors au ministère des Finances. Il fut, à Paris, attaché financier de l'Ambassade du Japon puis Conseiller financier auprès de la Délégation permanente du Japon à l'OCDE. Il devient par la suite Directeur

général des Finances internationales, et de 72 à 74 vice-ministre des Finances pour les Affaires internationales. Conseiller à la Long-Term Credit Bank of Japan depuis 1976, Koichi Inamura occupe également les fonctions de Président de la Nippon European Bank — Bruxelles — et de la Long-Term Credit Bank of Japan — Zurich.

L'ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE DU YEN

Pour le Japon, en ce début d'automne 1987, le grand problème est de savoir s'il s'est produit un changement de cap dans l'évolution des activités économiques et monétaires, deux ans après l'accord du Plaza du Groupe des Cinq en 1985. Le yen, qui s'est apprécié, rapidement et sensiblement vis-à-vis du dollar après cet accord, a commencé à montrer une quasi-stabilité récemment, pendant la période d'avant et après l'accord du Louvre. Plus exactement, le yen, qui avait atteint son plafond, à un niveau au-dessus de 140 yen pour un dollar, vers la fin du mois d'avril, a montré une tendance à baisser dès la fin du mois de mai. Depuis, il s'est stabilisé au niveau de 150 yen environ.

Cette évolution du yen a apporté un certain degré de soulagement aux milieux économiques du Japon, qui avaient craint une hausse plus importante de sa valeur pour le deuxième semestre de cette année et l'effet défavorable qui en aurait résulté pour les activités économiques du pays.

En ce qui concerne la balance des paiements, malgré le haut niveau du yen, on n'a pu constater jusque récemment aucun signe de réajustement (réduction du solde excédentaire) du compte commercial. En fin de compte, les résultats des derniers mois ont montré une tendance modérément rassurante.

Les soldes excédentaires du compte courant après ajustement saisonnier ont été de 6,3 milliards de dollars en juillet, par rapport aux 6,4 en juin, 7,1 en mai, 7,4 en avril, 7,5 en mars, 8,7 en février et 8,7 en janvier. Trois éléments peuvent expliquer la diminution de nos excédents :

- fin des effets de la « courbe en J »,
- hausse du prix du pétrole,
- stimulation de la demande intérieure par des mesures fiscales.

Compte tenu de la situation de la balance des paiements, on peut prévoir que le yen ne

subira pas de pression à la hausse, et d'autre part, qu'il n'y aura pas de probabilité de baisse en dessous de 160 yen environ — cela à cause d'une sorte de « zone de référence » officielle après l'accord du Louvre.

L'ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊTS

Avant la mi-mai, face à la crainte d'une hausse plus importante encore du yen, il a été prévu que la politique monétaire de la Banque du Japon maintiendrait le niveau des taux d'intérêts aussi bas que possible. Selon la rumeur, la Banque du Japon aurait même pu baisser une fois de plus son taux officiel d'escompte. Dans ces circonstances, les taux d'intérêts ont été stabilisés sur les marchés monétaires à court terme comme à long terme, au niveau historiquement le plus bas : 2,5 % — 3,0 % à court terme, 2,5 % — 3,8 % à long terme.

Mais dès le début du mois de juillet, le changement d'atmosphère du marché des changes a donné lieu aussi à un changement du marché monétaire. La politique monétaire de la Banque du Japon qui avait mis l'accent sur la valeur du yen, aurait modifié soigneusement leur attitude, en donnant une importance égale aux taux de change et à l'inflation. L'augmentation des agrégats monétaires des derniers mois est aussi à la base de ce changement (9,8 % en avril, 10,2 % en mai, 10,0 % en juin et 10,3 % en juillet; variation sur les 12 derniers mois du M2 + CD), ainsi que la situation récente des prix mettant fin à une stabilité remarquable.

Fin juillet, la hausse du « long term prime leading rate » de 4,9 % à 5,2 %, applicable à partir du 1^{er} août, a été la première modification dans ce sens, après deux ans de baisses consécutives.

Au sujet de ce changement du taux d'intérêt à long terme, on peut constater une relation intéressante entre ce taux et le solde excédentaire du compte courant*. Le cas de 1978-1979 en est

* - Rapport n° 62-7, Long-Term Credit Bank - juillet 1987.

C O N J O N C T U R E É T R A N G È R E

un exemple. Le pourcentage de ce solde par rapport au PNB en valeur nominale a atteint un plafond durant le premier trimestre 1978, et au trimestre suivant le taux d'intérêt à long terme a commencé à monter mettant fin à une tendance à la baisse. Dans le cas actuel, le solde excédentaire du compte courant a atteint son plafond au cours du dernier trimestre 1986 (15,6 trillions de yen sur une base annuelle), et diminué ensuite (15,0 trillions de yen au premier trimestre 1987, 12,3 trillions en mai et juin 1987). Le pourcentage de ce solde par rapport au PNB en valeur nominale était de 4,65 % au dernier trimestre 1986, et de 4,46 % au premier trimestre 1987.

En tenant compte de la situation de notre balance des paiements dont l'excédent va diminuant, on peut dire que le taux d'intérêt à long terme a déjà passé son plancher et va s'orienter à la hausse, à l'exception, bien entendu, des fluctuations temporaires. Cependant, une hausse rapide n'est pas concevable. La balance des paiements en effet ne deviendra pas déficitaire, contrairement à ce qui s'était passé en 1978-1979, à cause de la deuxième crise du pétrole.

EFFETS SUR L'INVESTISSEMENT

96

Quels effets cette tendance apportera-t-elle à l'investissement? Est-elle le premier symptôme de l'amélioration de la relation entre la « sphère financière » et la « sphère réelle » ?

Il est vrai que, au Japon, tout comme dans les pays occidentaux, on s'est réjoui de la hausse considérable du marché des valeurs ces douze derniers mois. Les valeurs des actions ont « sky rocketted » jusqu'en juin (aussi bien que le prix du terrain au centre de Tokyo), grâce à une surabondance de liquidités, tant pour les entreprises que pour les ménages. On a cité parfois, comme causes, « les triples mérites » : hausse du yen, baisse du prix du pétrole et baisse du taux d'intérêt.

On a cependant constaté l'ajustement du marché des valeurs, actions et obligations, dès le mois de juin, résultat bien naturel du changement de tendance évoqué ci-dessus.

Le grand problème du moment est de savoir si cet ajustement n'est qu'un petit ajustement après un « over-shooting », ou bien s'il constitue un véritable début de changement de tendance.

En ce début d'automne, il n'y a pas de réponse claire. Les indices prouvent, nous l'avons signalé, un changement de tendance, mais les

marchés des changes et des valeurs mobilières montrent un jour une tendance dans un sens, et, le lendemain, un mouvement dans l'autre.

En particulier, à partir de la mi-août, la valeur du yen, stabilisée quelques semaines à 150 yen pour un dollar, a commencé à monter avec l'annonce de résultats décevants du compte commercial des Etats-Unis en juin, ce qui a rendu les marchés pessimistes envers l'amélioration des balances commerciales des Etats-Unis. Le dollar a enregistré, en même temps, un affaiblissement auprès des monnaies européennes mais l'appréciation du yen a été plus importante. Cette hausse du yen au marché des changes a produit un effet non négligeable sur le marché monétaire, en particulier à long terme. Le taux d'intérêt sur le marché à long terme (basé sur le prix du marché de l'emprunt gouvernemental n° 89) a baissé sensiblement. De plus de 5 % pendant la première moitié du mois d'août, il est descendu entre 4,5 % et 4,0 % dans la dernière semaine. Le « long term prime lending rate », dont il était encore prévu un remaniement à la hausse pour septembre, se maintiendra finalement au même niveau qu'en août (5,2 %) à cause de ce changement subi sur le marché. Il va de soi que ce taux a été fixé aussi en fonction de la politique gouvernementale visant à pousser la demande intérieure.

Il est certain que cette nouvelle chute du dollar a augmenté l'incertitude dans la psychologie du marché. Il y a aussi la crise du golfe Arabo-Persique, et, toujours, les conflits entre l'Iran et l'Irak. Ces phénomènes politiques internationaux pèsent lourdement sur les marchés des changes et des valeurs mobilières de Tokyo, d'autant plus directement et nerveusement que notre marché est internationalisé qualitativement et quantitativement.

En outre, le marché des actions qui a subi un fléchissement après le plafond de la mi-juin, a montré une nouvelle force de redressement durant la dernière semaine d'août; reflétant une atmosphère plus optimiste dans les entreprises ainsi que dans des secteurs classifiés « structurellement mauvais ». On ne peut pas nier que cette atmosphère témoigne d'une reprise nette de la production industrielle. Les indices qui montraient une tendance à la baisse jusqu'au mois de mai, ont changé de cap au mois de juin. Une hausse de 3,4 % sur le mois précédent était enregistrée, et cette tendance s'est poursuivie pendant le mois de juillet (hausse de 0,3 % sur le mois de juin).