

Internationalisation du yen

Hiroshi Watanabe,

Conseiller spécial, Centre japonais de finance internationale

L'expression d'internationalisation du yen se réfère à une augmentation de la part du commerce et des participations libellées en yens. Lorsqu'on a introduit le système de change flottant, chaque autorité monétaire était prudente dans l'internationalisation de sa monnaie, comme si elle croyait que cela affecterait défavorablement à la fois son cours des changes et sa Bourse, et restreindrait sa possibilité de contrôler ces marchés. En fait, quand les non-résidents ont commencé à accumuler des réserves de biens libellés en yens, le niveau et le mouvement du marché des changes fit ressortir un déplacement de capitaux sur une grande échelle et, en conséquence, une fluctuation volatile du niveau des transactions. De plus, l'internationalisation du yen a accéléré les transactions de capitaux par-dessus les frontières, et elle a atténué l'efficacité de la politique monétaire. Mais ces aspects n'expriment qu'une des faces de la médaille, et négligent les points les plus importants. Si le yen est largement utilisé comme monnaie d'échange et, pour une large part, détenu par des non-résidents, cela aide les dirigeants à avoir un marché des changes beaucoup plus stable, pourvu qu'ils réussissent à conserver de bonnes conditions économiques du pays. De même, le marché monétaire peut être libre de troubles inattendus lorsqu'il réussit à fonctionner efficacement grâce aux arbitrages d'intérêt entre les différents instruments du marché.

239

De manière intelligente, le gouvernement japonais a donc amendé la Loi de Contrôle des Changes en 1980, pour libéraliser les transactions de capitaux étrangers. En conséquence, les transactions hors frontières se développèrent rapidement dans les années 1980. En novembre 1983, le ministre japonais des Finances et le Secrétaire d'Etat américain au Trésor aboutirent à un accord sur la promotion de l'internationalisation du yen, la libéralisation de la monnaie et des marchés de capitaux japonais. A ce moment, fut constitué ce que l'on a appelé « le comité yen-dollar ». Après six rencontres, le comité rendit public, en mai 1984, son rapport final. Au cours de ces réunions, on mit en pratique certaines mesures, y compris une élimination de la règle de la « demande réelle » dans les transactions de change, et une détente dans les instructions relatives aux émissions de titres en euro-yens. Depuis mai 1984, bien d'autres mesures ont été présentées et mises en pratique, et l'internationalisation a été encouragée, tandis que l'on réalisait la libéralisation et la dérégulation des marchés (voir tableaux 1, 2, 3, 4).

LES EFFETS DE L'INTERNATIONALISATION DU YEN

On a observé les effets de l'internationalisation du yen dans des domaines variés. Je voudrais ici les regrouper dans leurs aspects nationaux et internationaux.

Aspects nationaux

1. Baisse du risque de change pour les sociétés japonaises : lorsque le commerce en yens et les autres transactions s'accroissent, les sociétés japonaises peuvent amoindrir les risques de change auxquels elles sont exposées par leurs transactions en dollars. Elles peuvent aussi élargir librement les horizons de leur gestion de trésorerie et de leurs investissements en biens libellés en yens. Cela leur permet en retour de jouir d'un contrôle de gestion plus efficace et de profits plus élevés.

2. Renforcement de la compétitivité internationale des institutions financières japonaises : à mesure que l'usage du yen se répand, les institutions financières japonaises, qui possèdent naturellement une connaissance et une expérience solide des transactions en yens, et détiennent suffisamment de réserves dans cette monnaie, peuvent étendre leurs activités et les occasions de faire des affaires.

3. Transformation des marchés de Tokyo en marché monétaire global : depuis que des non-résidents en plus grand nombre commencent à entrer activement sur les marchés de Tokyo, leur taille a augmenté et ils sont devenus plus efficaces. De plus, la fonction de répartition générale fonctionne mieux. Et ce qui est plus important encore, la participation accrue des non-résidents apporte plus d'informations et de savoir-faire aux marchés, et crée un environnement meilleur pour le développement de ces marchés en un réel marché monétaire global.

Aspects internationaux

1. Permettre aux non-résidents de mieux gérer leur risque de change. Sous le système des changes flottants, tous les partenaires aux transactions internationales veulent diversifier leurs participations en devises. A présent, davantage de membres veulent utiliser et détenir des yens, reflétant les résultats de l'économie japonaise. Pour répondre à cette forte demande, l'accès au yen devrait être élargi.

2. Soutenir le dollar américain, la monnaie-clé : l'internationalisation permet au yen de jouer un rôle de soutien dans le système monétaire international, chaque fois que le dollar supporte des charges excessives.

LE DÉVELOPPEMENT DE L'INTERNATIONALISATION DU YEN

Pour ce qui concerne *les transactions courantes* à l'exportation, l'usage du yen comme monnaie d'échange s'est régulièrement accru depuis l'amendement à la Loi sur le Contrôle des Changes en 1980. Toutefois, les chiffres pour les cinq dernières années sont restés approximativement au même niveau du tiers des transactions courantes totales. Les raisons en seraient d'abord que le Japon n'appartient à aucun bloc économique tel que la Communauté européenne. En second lieu, les larges fluctuations des taux de change n'ont pas permis aux exportateurs japonais de maintenir des prix de détail constants sur les marchés à la consommation, lorsque les prix à l'exportation sont libellés en yens (*voir tableau 5*).

A l'importation, l'usage du yen ne s'est pas beaucoup accru car le prix du pétrole brut est libellé en dollars américains selon les règles de transaction. Cependant, l'usage du yen a été récemment en hausse car les importations de biens manufacturés, dont les prix sont libellés en yens, se sont accrues.

Les transactions en capital : les non-résidents ont continué à émettre à un niveau élevé des titres en euro-yens, car les règles de leur émission ont été progressivement facilitées.

En particulier en 1989, le volume des émissions s'est enflé en raison de l'autorisation d'émettre des titres à 4 ans d'échéance. D'autre part, les émissions de titres en euro-yens par les résidents ont stagné après 1988, car leurs coûts d'émission ont augmenté plus vite que ceux des titres en euro-dollars. Les mesures de libéralisation des prêts en euro-yens ont été appliquées une par une et, à présent, le processus est complet. Ainsi, les prêts aux non-résidents comme aux résidents se sont rapidement développés (*voir tableaux 6, 7*).

En outre, d'autres biens en yens sur l'euro-marché se sont graduellement accrues. Par exemple, le pourcentage des engagements en yens dans les engagements totaux en monnaies étrangères des banques commerciales sur l'euro-marché atteint 5,3 % à la fin de 1988, contre 2,1 % à la fin de 1984.

Enfin, *les réserves officielles* : on utilise les dollars américains d'une manière écrasante dans les interventions de marché, tandis que la part du yen dans les réserves officielles est encore faible. Depuis 1985, toutefois, cette part a été en hausse. Ce changement pourrait résulter de récents développements tels que l'usage répandu du yen, dans les transactions courantes comme dans les transactions en capital, dans les émissions d'emprunts d'Etat à court terme comme dans le développement du marché monétaire à court terme (*voir tableau 8*).

CE QUI REND LA BOURSE DE TOKYO PLUS ATTIRANTE

Entrant en compétition avec les marchés de capitaux internationaux existants, tels que New York et Londres, la Bourse de Tokyo a vu son importance grandir durant cette dernière décennie, et sa part, et son rôle sur le marché financier international se sont accrus.

Le Centre Japonais pour la Finance Internationale a conduit des études sur la manière dont les institutions financières non japonaises possédant des agences ou des filiales à Tokyo évaluaient la Bourse de Tokyo (1987 et 1989).

Entre 1987 et 1989, ces organismes ont changé de point de vue sur la Bourse de Tokyo. En 1987, une évaluation globale de la Bourse de Tokyo recevait un degré de satisfaction négatif. En 1989, au contraire, cette évaluation redevenait positive. En particulier, les développements de la libéralisation et de l'efficacité de la Bourse reçurent une note assez élevée. Ce changement d'opinion devrait refléter les mesures d'internationalisation du yen, qui furent appliquées durant cette période de deux ans. De nombreuses personnes interrogées exprimèrent une réaction favorable à « la création de marchés variés et différents », « au développement d'un marché à court terme efficace » et « à moins de restrictions sur les transactions ». Également, la « taille de la Bourse de Tokyo » et « l'accumulation du nombre d'organismes financiers » ont paru être acceptés comme satisfaisants, et de nombreux organismes ont trouvé là un champ d'action plus large. De plus, la Bourse était ressentie comme étant très solide et soutenue par une situation politique stable.

D'un autre côté, un certain nombre de personnes interrogées ont observé que « les occasions de profit pour les établissements non japonais » s'étaient détériorées. Plus précisément, ils indiquèrent que pour des établissements non japonais, les occasions de faire des affaires avaient augmentées, alors que leurs bénéfices n'avaient pas connu de hausse.

On a attribué cette situation à l'échec de la création d'un niveau de champ d'action équivalent pour les institutions japonaises et les non japonaises. Les organismes financiers non japonais se sont également plaints des coûts élevés des loyers de bureaux et de l'immobilier privé, et des salaires des employés.

Où vont les investissements japonais ?

Les investissements directs des Japonais à l'étranger se sont accrus depuis 1980, lorsque la Loi sur le Contrôle des Changes a été amendée pour libéraliser les transactions financières à l'étranger. L'investissement productif direct a aussi augmenté. Lorsqu'on examine la distribution géographique des investissements directs du Japon, on peut voir que l'Asie a été le plus grand bénéficiaire parmi les pays en voie de développement. Même si les pays d'Amérique latine ont occupé pendant de nombreuses années la première place en terme d'investissement global, les pays d'Asie ont continué à recevoir la plus grande part des investissements directs dans le secteur industriel.

Parmi les pays et les zones asiatiques, il y a eu un déplacement du flot de l'argent en provenance du Japon. De 1985 à 1987, les Pays Nouvellement Industrialisés ont reçu plus d'investissements directs du Japon que ceux de l'ASEAN. Mais, depuis 1988, ces derniers ont bénéficié d'une plus large part.

Depuis que l'investissement direct dans les pays en voie de développement est considéré comme l'une des meilleures façons de soutenir le développement des finances, on doit se réjouir d'une expansion de l'investissement direct japonais. Toutefois, la situation réelle n'est pas si simple lorsqu'on regarde les chiffres de plus près. La répartition géographique révèle qu'en 1981 les pays asiatiques recevaient la plus grande partie de l'investissement total mais, en 1988, deux pays d'Amérique du Nord en recevaient près de la moitié. De plus, une analyse par secteur industriel montre qu'en 1988 les appareils électriques et les équipements de transport étaient les deux catégories principales du secteur industriel, et que la banque était la seule et unique catégorie importante du secteur tertiaire. Ce que révèle ces chiffres, c'est que l'investissement direct japonais est à présent de plus en plus absorbé par les pays développés, tels les Etats-Unis (*voir tableau 9*).

Les raisons de ce développement sont les suivantes. Tout d'abord, les coûts de production des pays en voie de développement ne sont plus faibles, tandis que leur revenu par tête a augmenté, et le financement requis pour entretenir des niveaux d'infrastructures raisonnables est devenu coûteux. Lorsque l'on considère les risques politiques liés à ces changements, la supériorité relative en production a été perdue dans la plupart des pays en voie de développement. En outre, il y a un autre facteur qui conduit les capitaux japonais sur le marché américain. Les conflits commerciaux et les besoins de la satisfaction locale allant de pair, obligent les entreprises japonaises à investir et à transférer leurs sites de production vers les marchés locaux. L'unification du marché de la Communauté Européenne en 1992 a également un impact sur les décisions des industriels japonais à investir vers les douze pays de la Communauté Européenne et vers les membres potentiels du futur « Espace Européen », c'est-à-dire les pays d'Europe de l'Est. La formation de blocs économiques tend à accélérer les investissements dans ces zones, avant et pendant que les barrières ne soient fermées.

L'investissement par-dessus les frontières s'est accru de par les changements des marchés monétaires et des marchés de capitaux, mais ce ne sont pas ces derniers qui influencent la distribution des investissements. Sur le marché financier mondial, d'autres facteurs ont un impact plus fort sur la décision de la direction que va prendre le pipeline des fonds. L'attractivité des pays bénéficiaires est des plus importantes. Le flux des capitaux privés vers une région déterminée varie en fonction de la « profitabilité observée » des projets ou des objectifs dans cette région. Il faut également que les pays bénéficiaires prennent des mesures effectives pour atténuer les risques divers et pour faciliter une Bourse active, où les investisseurs étrangers puissent traiter librement leurs investissements. Les mesures que peuvent prendre les pays fournisseurs de fonds pourraient inclure des offres d'assurances ou un système de garantie, pour couvrir l'investissement dans ces pays en voie de développement.

VERS LA CONSTITUTION D'UN BLOC YEN ?

Certains prétendent qu'il y aura un bloc yen en Asie ou dans la région Pacifique. Il est assez difficile de définir ce qu'est un bloc yen. Au sens large, cependant, on peut le définir comme la situation dans laquelle le Japon, les nations et les zones voisines ont des relations économiques plus denses, grâce à un commerce et à des investissements mutuels plus vigoureux, et où de larges parts des fonds japonais sont recyclés dans ces pays et ces zones. De plus, cette définition suppose que le yen est utilisé largement dans de nombreuses transactions et détenu en grande partie sous forme de capital. Sur la base de cette définition, un bloc yen s'est déjà développé en Asie et dans la région Pacifique. Le commerce entre le Japon et les zones et pays voisins s'est accru à allure constante, et les investissements en provenance du Japon ont également augmenté, à la fois en volume et en montant. De plus, la part de ces transactions dans les transactions totales de ces pays avec le monde est en hausse. Le commerce en yen, en particulier, est devenu beaucoup plus actif. Une interaction économique si dense entre les zones et pays d'Asie et de la région Pacifique contribue au solide développement de ces régions, et encourage un commerce actif, et des transferts de technologie venant du Japon.

244

D'autre part, on peut définir un bloc yen, dans un sens plus étroit, comme la formation d'un bloc économique, dont le centre est le Japon. Cela pourrait conduire à un marché unifié et à une unification de la monnaie centrée sur le yen. En ce sens, un bloc yen ne pourrait s'établir dans cette partie du monde dans un futur proche à cause d'abord d'une large variété de contextes culturels et politiques parmi ces pays et ces régions ; ensuite par les grandes différences dans leurs stades de développement, lesquelles rendent difficiles la coordination de leurs systèmes légaux, des règles des marchés du travail et des systèmes fiscaux. Cela pourrait être le point le plus important de distinction dans l'environnement de cette partie du monde, par rapport à celui de la Communauté Européenne. Enfin, il n'y a pas d'organisation internationale munie de l'autorité appropriée qui puisse jouer un rôle prépondérant dans le processus d'unification.

INTERNATIONALISATION DU YEN

TABLEAU 1

L'INTERNATIONALISATION DU YEN

Periode/Unité		1986	1987	1988	1989
Ratio des exportations libellées en yen (valeur)	Année civile/%	35,3*	33,4	34,3	34,7
Ratio des importations libellées en yen (valeur)	Année civile/%	9,7*	10,6	13,3	14,1
Emissions de titres Samurai	Année civile/milliards de yens	785,0	497,5	797,2	
Prêts extérieurs en yen	Année civile/milliards de yens	2 281,0	4 130,0	2 201,0	
Prêts consortiaux en yen	Année civile/milliards de yens	1 389,0	1 546,0	1 077,0	
Investissements étrangers en obligations japonaises	(flux) Année civile/milliards de yens	- 385,8	993,0	- 2 805,7	491,5
	(solde) Fin d'année civile/milliards de yens	8 260,3	9 253,3	6 447,6	6 939,1
Part des émissions en cours	Fin d'année civile/%	3,0	3,2		
Investissements étrangers en actions japonaises	(flux) Année civile/milliard de yens	- 3 484,0	- 5 463,0	428,4	- 2 926,6
	(solde) Fin d'année fiscale/milliards de yens	18 768,4	17 794,9	18 223,3	15 296,7
Part de la valeur collective des titres cotés	Fin d'année civile/milliards de yens	5,3	4,1		
Encours des dépôts en yens des non-résidents	Fin d'année civile/milliards de yens	1 778,2	2 018,2		
Emission de titres en euro-yens	(non-résident) Année civile/milliards de yens	2 551,5	2 983,9	2 213,0	3 552,9
	(résident) Année civile/milliards de yens	417,0	520,0	0,0	12,0
Encours des comptes courants en euro-yens	Fin d'année civile/milliards de yens	43,7	248,6	340,5	
Encours des prêts en euro-yens	(non-résident) Fin d'année civile/milliards de yens	2 384,9	3 252,7	3 321,1	3 945,6
Valeur de l'encours du marché de l'euro-yen	Fin d'année civile/milliards de dollars	112,1	177,8	178,1**	186,4

245

* Données sur l'année fiscale.

** Données à la fin de septembre 1989.

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

TABLEAU 2

RÉPARTITION PAR DEVISE
DES ÉMISSIONS DE TITRES INTERNATIONAUX

	1986		1987		1988		1989	
	Mds	%	Mds	%	Mds	%	Mds	%
Eurotitres	188,7	100	140,5	100	178,8	100	212,0	100
Dollar américain	119,1	63	57,9	41	72,7	41	119,0	56
Deutschmark	17,1	9	15,3	11	23,6	13	16,0	8
Yen	18,5	10	22,9	16	17,5	10	17,6	8
Emission de titres étrangers par les non-résidents	39,4	100	36,6	100	47,2	100	46,7	100
Dollar américain	6,8	17	5,4	15	10,2	22	8,6	18
Franc suisse	23,2	59	24,1	66	26,9	57	19,4	42
Deutschmark	—	—	—	—	—	—	—	—
Yen	5,2	13	1,8	8	3,1	7	5,7	12
Total	228,1	100	177,1	100	226,0	100	258,7	100
Dollar américain	125,9	55	63,3	35	82,9	37	127,7	49
Franc suisse	23,2	10	24,1	14	26,9	12	19,4	7
Deutschmark	17,1	7	15,3	9	23,6	10	16,0	6
Yen	23,7	10	24,8	15	20,6	9	23,3	9

246

Source : Morgan Guaranty Trust Company « Marché financier mondial »,
Banque des règlements internationaux.

TABLEAU 3

VALEUR DE L'ENCOURS DU MARCHÉ DE L'EURO-YEN

Fin de l'année	1986	1987	1988	1989/Sept.
Euro-marché	24 763	31 469	33 570	36 343
Dollar américain	16 106 (65,0)	18 987 (60,3)	20 615 (61,4)	22 419 (61,7)
Deutschmark	2 891 (11,7)	4 103 (13,0)	4 109 (12,2)	4 536 (12,5)
Franc suisse	1 173 (7,0)	2 313 (7,4)	1 842 (5,5)	1 736 (4,9)
Yen	1 121 (4,5)	1 778 (5,7)	1 781 (5,3)	1 864 (5,1)

Source : BRI (Banque des Règlements Internationaux).

INTERNATIONALISATION DU YEN

TABLEAU 4

RÉPARTITION PAR DEVISE DES ÉMISSIONS D'EURO-TITRES*(en milliards de dollars américains, part en %)*

	1986	1987	1988	1989
Total	188,7	140,5	178,8	212,0
Dollar américain	119,1 (63)	57,9 (41)	72,7 (41)	119,0 (56)
Deutschmark	17,1 (9)	15,3 (11)	23,6 (13)	16,0 (8)
Yen	18,5 (10)	22,9 (16)	17,5 (10)	17,6 (8)
Livre Sterling	11,0 (6)	15,3 (11)	23,3 (12)	19,5 (9)
ECU	6,3 (4)	8,4 (5)	11,3 (6)	12,3 (6)

Source : Banque des Règlements Internationaux.
OCDE : Statistiques Financières mensuelles.

TABLEAU 5

RATIO DU COMMERCE EN YEN DU JAPON

	1970	1980	1985	1986	1987	1988	1989
Exportation	0,9	29,4	35,9	35,3 *	33,4	34,3	34,7
Importation	0,3	2,4	7,3*	9,7*	10,6	13,3	14,1

Source : Ministère des Finances.

* Données en année fiscale.

247

TABLEAU 6

ÉMISSIONS DE TITRES EN EURO-YENS *(montant en 100 millions de yens)*

		1986	1987	1988	1989
Nombre d'émissions	Non-résident	141	151	224	394
	Résident	21	16	—	1
Montant total	Non-résident	25 515	29 939	22 130	35 529
	Résident	4 170	5 200	—	120

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

TABLEAU 7

ENCOURS DES PRÊTS EN EURO-YENS (succursales étrangères des banques japonaises, par 100 millions de yens)

		1986	1987	1988	1989
Court terme	Non-résident	15 674	17 589	14 255	18 193
	Résident	10 715	51 803	74 880	109 548
Moyen et long terme	Non-résident	8 175	14 938	18 956	21 263
	Résident	—	—	—	22 832
Total		34 564	84 330	108 091	171 836

TABLEAU 8

PROPORTION DES MONNAIES NATIONALES DANS LE TOTAL CERTIFIÉ DES RÉSERVES OFFICIELLES DE CHANGE (fin de l'année - en %)

	1986	1987	1988	1989/9
Yen	7,6	7,1	7,2	7,8
Dollar américain	66,0	66,8	63,3	59,9
Livre Sterling	2,8	2,7	3,1	3,3
Deutschmark	14,9	14,7	16,2	19,1
Franc français	1,2	1,2	1,7	1,9
Franc suisse	1,9	1,6	1,5	1,5
Florin néerlandais	1,1	1,2	1,1	1,0
Autres monnaies	4,5	4,7	6,0	5,5

Source : Rapport annuel du FMI.

TABLEAU 9

INVESTISSEMENTS JAPONAIS À L'ÉTRANGER, PAR ZONES
(par 100 millions de dollars américains, proportion en %)

Année fiscale	1986	1987	1988	1951-1958 Total cumulé
Amérique du Nord	104 (47)	154 (46)	223 (47)	751 (43)
Europe	35 (16)	66 (20)	91 (19)	302 (17)
Asie	23 (10)	49 (15)	56 (12)	322 (18)
Total	223 (100)	334 (100)	470 (100)	1 751 (100)

Les chiffres sont basés sur déclaration.