

La nouvelle année fiscale au Japon ouvre une période de risque pour tous les marchés financiers

Un tsunami financier bousculerait l'ensemble des Bourses

La fin du mois de mars est, au Japon, celle de l'année fiscale. Entre les fêtes de l'équinoxe de printemps et celles dédiées aux fleurs, l'Empire du soleil levant entre dans une nouvelle année en avril. Cette année, on est loin de la poésie et le changement de saison annonce aussi un passage délicat pour l'économie.

Le Japon est un géant. Troisième puissance économique du monde, en produisant 8,5 % du produit intérieur brut – quatrième si on regroupe l'Europe – il tente pourtant depuis un an de sortir d'une période de déflation et de croissance nulle qui remonte à 1994. Une tentative qui n'est pas la première en 20 ans, mais qui a été le phénomène financier de 2013. Le moins qu'on puisse dire est que les marchés y ont cru: l'indice Nikkei 225 a gagné 57 % en 2013. Une progression inconnue depuis le «miracle» de l'export des années 1970.

Comme toujours, le succès boursier est un succès d'anticipation, un pari même. Et, en sens inverse, il implique des risques: des déceptions seraient très sévèrement sanctionnées. L'inquiétude porte sur le Japon lui-même, mais aussi sur les scénarios de croissance mondiale désormais basés sur les pays développés. Et, pour être plus prosaïque, sur l'ensemble des marchés. Un tsunami financier dans l'Archipel bousculerait l'ensemble des Bourses, par effet de contagion, mais aussi en raison du poids de l'épargne japonaise.

Le Japon est peut-être aujourd'hui le principal danger pour les valorisations sur les marchés financiers. Au moment du passage de l'année fiscale, le rendez-vous avec la réalité économique pourrait être le grand enjeu des Bourses d'ici à l'été.

Les mesures fiscales et monétaires: de la médecine dure

L'histoire n'est pas ancienne. Qu'est ce qui a justifié le changement d'image du Japon? C'est le 11 janvier 2013 que le gouvernement de Shinzo Abe (nommé le lendemain de Noël 2012) a présenté un plan de relance massif basé sur des mesures que les économistes ont baptisé les Abenomics. Le dispositif se distingue des précédents par son ampleur d'abord, mais aussi (et finalement surtout) par son ambition. Le Premier ministre a présenté son programme en trois étapes, qu'il a symboliquement nommé ses trois flèches, reprenant une légende ancienne montrant l'invincibilité de combattants unis.

Les deux premières flèches n'ont différé que par les masses en jeu des plans précédents ou de mesures appliquées ailleurs dans le monde. La première a été un Budget (2013-2004) du pays en très forte hausse, les investissements provoqués représentant 2 % du produit intérieur brut. La deuxième a été peut-être moins classique sur le plan historique, mais réplique la stratégie monétaire américaine des cinq dernières années: injections massives de liquidités par la banque centrale.

On est dans la médecine dure: la dette publique japonaise va approcher 250 % du PIB et la masse monétaire a été multipliée par deux en 2 ans pour s'établir à près de 45 % du PIB.

Passer de l'impulsion au mouvement de fond

La flèche budgétaire a porté en matière de croissance: les trois premiers trimestres ont bien été dopés, même si une inflexion nette a été enregistrée dès le quatrième. D'un trimestre à l'autre la série est la suivante: 1,1% / 1 % / 0,2% / 0,2 %. L'année s'est cependant terminée sur un score de 1,5 %, supérieur à celui de 2012 qui avait bénéficié du contre effet positif de Fukushima.

La flèche monétaire a aussi porté. Un premier objectif (qui était soutenu par le déficit budgétaire) était la baisse du yen. La devise a perdu 25 % par rapport au dollar et plus de 30 % face à l'euro. Le deuxième objectif des injections était de provoquer une hausse des actifs. Le bilan boursier suffit à montrer l'efficacité de la manœuvre.

Un dernier objectif – qui résulte d'une combinaison des deux facteurs – a été en grande partie atteint. Il s'agissait de casser la déflation et une cible de 2 % d'inflation avait été fixée. Sans y être, le niveau de 1,6% montre une nette amélioration.

Les deux actions d'ordre technique ont un point commun: on ne peut pas les prolonger indéfiniment. La brutalité de l'accroissement de la dette publique a donné une impulsion, mais plus de rigueur s'impose forcément ensuite. Les injections monétaires ont, toute proportions gardées, amené le Japon à des ratios plus déséquilibrés que ceux des États-Unis, champions des mesures non conventionnelles. Et ce qui a été perdu par le yen ne peut plus l'être: il va être difficile de mener de nouvelles batailles dans la guerre des monnaies face au dollar ou au yuan.

Les deux flèches étaient nécessaires. Elles ne sont pas suffisantes. Les premiers résultats (regain de croissance, chute de la devise, hausse des actifs) ont-ils donné une impulsion durable? Oui de façon certaine, mais, pour que la croissance s'enclenche réellement, il faut passer de l'impulsion au mouvement de fond. Les résultats des entreprises doivent prendre le relais de la dévaluation pour valoriser la Bourse, la hausse des actifs et son effet richesse doit durablement soutenir la consommation en diminuant le taux d'épargne, l'économie prendre durablement une pente de croissance pour tout dire.

Deux indicateurs à surveiller: les hausses de salaires et le marché du crédit

Pour cela, M. Abe va décocher sa troisième flèche à partir d'avril et de la nouvelle année fiscale. L'effet d'annonce le plus important a été la hausse de la TVA (portée de 5 à 8 %). C'est le premier relèvement depuis 1984 et il vise bien sûr à engager une restauration des finances publiques, mais se veut plus encore le signe du retour à un environnement expansionniste, libéré de la déflation.

Les ambitions du gouvernement Abe doivent cependant se situer au-delà du caractère technique et symbolique d'une mesure négative pour la consommation. Il entre dans le dur de son plan, celui des réformes de structure: ouvrir le marché des biens et des services, fluidifier le marché du travail, réformer le système éducatif, définir une nouvelle place des femmes dans la société, répondre au déclin démographique, ...

L'importance des ambitions, la taille des chantiers, ne doivent pas entraîner un renoncement. Le redémarrage japonais ne pourra se développer qu'au prix de hausses de salaires. Ce serait une révolution: le modèle japonais des années 1970 et 1980 était précisément de favoriser les entreprises dans le partage des revenus, de façon à les solvabiliser au plan national, les doper à l'export et ... taxer leurs bénéfices à un taux élevé. Sortir de 20 ans de baisse des prix et de salaires est pourtant une nécessité qui doit faire loi. Une hausse soutenue et durable des salaires, très timidement amorcée ces dernières semaines, est la seule solution durable.

Pour cela, l'Archipel doit aussi s'attaquer à ses rentiers: les salariés ne devront pas seulement bénéficier de transferts de la part des entreprises, mais aussi de celle des retraités. On sait comme ce type d'évolution est compliqué à réaliser dans les démocraties. Et 23 % des japonais sont âgés de plus de 65 ans...

L'évolution du Japon est un des grands risques financiers de l'année sinon le plus grand. Comment le juger? Bien sûr, les marchés financiers sont des indicateurs avancés. L'indice Nikkei a rendu 12 % depuis la fin 2013, ce qui reste dans les limites d'une consolidation. Mais si on passait du simple doute à la méfiance, puis à la

désillusion, les dégâts seraient à la mesure de la hausse de 2013. C'est l'avancée de la «reflation» nippone qui va donner la tendance au Japon et peut être bien au-delà. Les indicateurs vont être les revenus salariaux et les crédits bancaires. Sans doute les cours de Bourse des banques japonaises (encore en baisse en 2013) donnent-ils une bonne idée de la situation et le donneront-ils encore plus dans les mois qui viennent. Là est peut-être le passage nécessaire pour que le rebond se confirme. Nécessaire et sans doute plus à portée que les réformes fiscales, sociétales et structurelles de la flèche encore remise dans le carquois de M. Abe.