

Le Japon peut gagner le pari d'un rebond

La corrélation entre la gestion monétaire «non conventionnelle» et l'amorçage d'un cycle de croissance pérenne relève des débats de théorie économique et, bien sûr, c'est la reprise américaine intervenant après des programmes massifs d'injections monétaires (Quantitative Easing) qui est analysée en premier. Le cas britannique et, plus encore celui du Japon, permettent d'aller plus loin, en attendant l'évolution de la zone euro, un cas très particulier, puisque la Banque Centrale n'inscrit pas son action dans un mix de politiques, en coordination avec les Budgets publics (au contraire presque).

Une économie riche et stagnante depuis la fin « du miracle »

Le Japon est au centre des préoccupations, en raison à la fois de sa taille et de son évolution historique. L'Archipel affiche un produit intérieur brut de l'ordre de 45 % de celui de la Chine et de près de 30 % de celui des Etats-Unis. 6,2 % du PIB de la planète, c'est ainsi un quart de plus que l'Allemagne. Mais si le pays est prospère (avec un PIB par habitant un peu supérieur à celui de l'Allemagne), son économie est marquée par une longue stagnation. En 2007, la production de richesse en était revenue à son niveau de 1992 et le top des années 1990 (en 1995) n'a été repassé qu'en 2013.

Cette stagnation est celle d'un pays à la démographie en déclin : décroissance de la population depuis 2005; ratio d'enfant par femme inférieur à 1,5; pratiquement 25 % de personnes âgées de plus de 65 ans. Mais d'un pays riche : les ménages japonais ont des patrimoines qui, en moyenne, représentent 7,5 fois leur revenu disponible. 100.000 dollars de patrimoine par tête, c'est dans les records dans les grands pays et l'encours peut être évalué à près du tiers de la capitalisation boursière mondiale.

Le Japon, malade bien portant, mais qui inquiète, n'a finalement pas pu sortir autrement qu'en stagnant de la fin du « miracle » de la croissance, qui s'est éteint en 1989 avec le paroxysme d'une bulle financière et immobilière d'une ampleur qu'on qualifierait aujourd'hui de systémique.

L'heureuse surprise du premier trimestre 2015

Les faux départs se sont succédés, mais, depuis janvier 2013 et l'investiture de Shinzo Abe à la tête du gouvernement (pour la deuxième fois), une nouvelle ampleur a été donnée à la politique de relance. Les «trois flèches» du Premier ministre ne frappent pas par leur originalité : les deux premières relèvent du policy mix (déficit budgétaire et injections monétaires), la troisième annonce des réformes de structures. C'est l'ampleur des moyens mis en œuvre dans les deux premières mesures qui a permis d'y croire. A la fin de l'exercice en cours, les actifs détenus par la Banque du Japon dépasseront 75 % du PIB; les déficits budgétaires auront porté la dette publique à 2,5 fois la richesse produite.

Les premiers résultats de la stratégie ont été au rendez-vous dès 2013 sur le plan boursier (l'indice Nikkei 225 a progressé dans l'année de 50 %) et sur celui du change (baisse de 18 % du yen en dollars). Restait cependant à transformer l'essai et, aussi, à trouver une trajectoire budgétaire qui donne des limites à la fuite en avant.

Le rendez-vous de ce premier trimestre de l'année 2015 (le dernier de l'exercice fiscal 2014-2015) était très important. Trois mois après des élections législatives qui avaient pris la forme d'un plébiscite, il fallait à M. Abe des résultats qui lui permettent de mettre en place un assainissement budgétaire ainsi que des réformes de structures souvent promises, mais toujours différées depuis des décennies.

La publication de la semaine dernière a été une surprise. Et une surprise assez heureuse. Inscrivant une avance de 0,6 % par rapport aux trois derniers mois de 2014, la croissance s'établit à 2,4 % en rythme annuel, après 1,5% le trimestre précédent.

La consommation, moteur ... de l'investissement

On ne conclura évidemment pas que l'Archipel a trouvé un rythme de croissance fort et durable. Cependant, le plan se développe dans le cadre fixé par le gouvernement. En effet, la consommation intérieure qui est la clé de la tendance est un moteur qui démarre en affichant 0,4 % sur la période. L'objectif est que les ménages prennent le relais des plans d'investissements publics massifs. Il gagne en crédibilité. La hausse de la TVA d'avril 2014 avait fortement pesé l'année dernière, les consommateurs ayant anticipé les achats avant sa mise en œuvre. Aujourd'hui, le Japon est pratiquement au plein emploi, sort du gel des salaires -une hausse supérieure à 2 % a été délivrée l'année dernière-, et le nombre d'heures travaillées accompagne l'amélioration conjoncturelle.

Alors que les effets du taux de change à l'exportation vont seulement commencer à se sentir dans l'investissement des entreprises, c'est bien la consommation qui peut enclencher la production de biens de consommation, et inverser une tendance baissière de long terme pour l'investissement.

C'est finalement – et un peu de façon inespérée- un levier naturel qui va être donné sur les moyens mis en œuvre pour passer cette étape suivante qu'est l'investissement. Au-delà de l'effort budgétaire, la mobilisation de la colossale épargne donne des moyens en capitaux propres à des entreprises bénéficiant de la conjoncture des QE (taux d'intérêt très bas et guichet ouvert à la Banque du Japon pour les banques).

Dans cet ordre d'idées, l'effet de l'annonce du rachat par la Banque Centrale d'emprunts d'Etat détenus par les fonds de retraite et l'affectation des ventes à des investissements en action doit maintenant être dépassé et son impact direct sur les

entreprises japonaises mesuré. Le principal de ces fonds avait annoncé en décembre le doublement de la part d'actions dans ses actifs, pour le porter à 50%.

L'effet de flux joue donc à plein et on ne peut pas s'appuyer sur les niveaux de l'indice Nikkei – qui est au plus haut depuis 1997 – pour déduire l'anticipation d'une forte hausse des bénéfices des entreprises. Pourtant, on ne peut que constater la mise en œuvre du dispositif et un certain démenti apporté au consensus des économistes qui doutent toujours. Le prochain rendez-vous sera celui de l'inflation. Ou plutôt de la fin de la menace de déflation. Avec la fin de l'effet TVA, on entre dans une période de prix pratiquement stables. La Banque du Japon vient de confirmer l'objectif de 2 % pour la fin 2016 et le début 2017, jugeant que les injections monétaires et les effets de la dévaluation propres à engager la dérive des prix.

Plus sans doute que l'ampleur des réformes qui sera une question subjective, c'est le passage obligé pour que les « Abenomics » inscrivent dans le temps une ère de croissance, bien sûr dans les limites imposées par la démographie. Et pour que les investisseurs profitent à plein de la décote des actions et des restructurations engagées dans les entreprises.