

Et si la BoJ ouvrait la voie d'une « collectivisation capitaliste » des marchés financiers ?

On attendait la Réserve Fédérale. Au rendez-vous de l'automne le 21 septembre, son statu quo et le flou (volontairement entretenu ?) sur la stratégie à venir de l'institut d'émission américain n'a guère surpris. En revanche, le même jour, la Banque du Japon a entamé une ère renouvelée dans la gestion non conventionnelle de la monnaie. Derrière une apparente confirmation de ses programmes, est en effet apparue une analyse nouvelle et une politique nouvelle.

Le bilan mitigé de la politique de la banque centrale la plus engagée

La BoJ apparaît comme la plus offensive des banques centrales pour soutenir l'activité et retrouver une inflation qui casse durablement le spectre de la déflation. Un gonflement de l'ordre de 60 % de son bilan depuis le début 2015 a amené les encours à sensiblement plus de 80% du produit intérieur brut. La création monétaire finance même directement l'État et déteint plus du tiers de l'encours de la dette publique.

En face de cette mobilisation, les responsables nippons conviennent de retombées décevantes et même insuffisantes. Après un deuxième trimestre en légère croissance

(+0,2%, mais +0,7 % en rythme annualisé), la dynamique est médiocre puisque le premier trimestre affichait 0,5%. En tout état de cause, la BoJ reconnaît que son objectif d'inflation de 2% n'est pas en vue. Le doublement des enveloppes de rachats d'actifs l'amène à peine en juillet à 0,3 % hors énergie et alimentation et elle est encore négative de 0,5% en données globales.

Il y a des facteurs externes : si la baisse du yen face au dollar de 18% de juillet 2014 à novembre 2015 avait importé de l'inflation, le rebond de 22% depuis a effacé l'avantage. Il a été déflationniste et a de plus handicapé les exportations. La fuite vers la qualité de monnaie de réserve n'a pas ou peu été freinée par la gestion des taux en yen.

On convient que la croissance potentielle de l'Archipel est actuellement limitée autour de 0,5 % et on attendait du comité monétaire de la banque centrale un renvoi au gouvernement de la responsabilité de mettre en place les conditions d'une élimination durable et solide des risques de nouveau plongeon de récession et de déflation. Cet appel aux efforts budgétaires est assez général et formulé dans le sillage du FMI par la Fed ou la BCE par exemple. On attendait aussi un accroissement du programme d'ajustement quantitatif et qualitatif (le QQE) qui porte pourtant sur 15 % du produit intérieur brut par an.

La banque du Japon va gérer l'ensemble de la courbe des taux

On a été surpris et c'est une vraie surprise d'être surpris par une banque centrale...

Évidemment, l'exercice de justification est assuré : sans les injections massives et les taux d'intérêt négatifs, les économistes de l'institut d'émission assurent que le Japon aurait pu plonger dans une nouvelle phase de récession. Les responsables de la politique monétaire soulignent de plus le coût limité des programmes en raison de la conjoncture mondiale de taux d'intérêt dans les grandes devises. Dans le prolongement, ils maintiennent le programme d'achats d'actifs en annonçant pouvoir le faire varier à la marge autour du niveau fixé de 80.000 milliards de yen par an (pas loin de 700 milliards d'euros) et augmentent le rythme des achats d'actions (via des ETF). Mais la BoJ a dans le même temps pris la mesure, en tout cas une partie de la mesure, de son échec en matière de croissance et, surtout, d'inflation.

De fait, la politique de taux directeurs au-dessous de zéro n'a pas eu les effets attendus en matière de comportement des ménages. Les rendements à long terme des placements financiers ont chuté et cela a même gonflé l'épargne. Les épargnants recherchent à contrer la baisse de la rémunération en jouant sur leur encours. Cette baisse généralisée des rendements a aussi joué à plein sur toutes les échéances en raison même des achats d'obligations de la banque du Japon. Cette situation de hiérarchie écrasée des taux en fonction de la durée, ce qu'on appelle une courbe des taux plate, compresse les marges des banques. C'est le deuxième des grands effets secondaires indésirables de la gestion suivie.

Aussi, la Banque du Japon va plus loin que son plan précédent en ajoutant à son dispositif la gestion de la totalité de la courbe des taux, c'est à dire les rendements du plus court terme au long terme. De façon à permettre aux banques de retrouver un peu de marges de transformation et aux spécialistes de la gestion pour compte de tiers de proposer des rémunérations meilleures (et de se servir au passage). Dans un premier temps, le rendement de l'emprunt d'État à 10 ans va ainsi être piloté pour ne pas passer en territoire négatif. Il était descendu jusqu'à -0,28% en juillet.

Un support pour la finance, mais une gestion nouvelle pour l'ensemble des grandes centrales

On n'est pas dans un demi-tour ni même dans un changement de politique. Mais cette augmentation du champ et donc du dispositif est une évolution très marquante. L'institut d'émission tire les leçons de sa prééminence dans les investissements et, finalement, veut remplacer le marché dans sa fonction de définir le loyer de l'argent. Son champ se limite aux titres d'État, mais on peut même imaginer à l'extrême limite qu'en plus du risque de taux, la BoJ gère en partie le risque de contrepartie (avec les obligations corporate) et même les ratios d'évaluation des actions. On n'en est pas là, mais cette « collectivisation » à caractère capitaliste devra trouver des limites.

Dans un premier temps, le souci de hiérarchie des taux d'intérêt est un support pour les systèmes bancaires en panne de rentabilité et, dans certains cas comme en Europe (Allemagne et Italie) en attente de grosses recapitalisations. C'est une bonne nouvelle pour les établissements, sans que le modèle qui est aujourd'hui le leur – répliquer les stratégies des banques centrales – ne puisse vraiment évoluer. C'est aussi une bonne évolution au plan général sans qu'on doive attendre une hausse des taux dans un avenir proche, et pas plus une reprise de l'inflation (pour cela les achats d'actifs maintenus sont censés jouer leur rôle).

De ce changement de pied, on attend cependant les effets sur les changes. Si la Banque du Japon joue seule, elle peut entraîner une hausse contreproductive du yen. Si elle est suivie dans la zone euro par exemple, on pourrait craindre un effet de bulle financière cumulatif. La voie choisie à Tokyo, qui bénéficie du support affirmé du Premier ministre, n'est sans doute pas répliquable, mais on verra dans les mois qui viennent qu'elle ouvre de vraies inflexions dans les stratégies des grandes banques centrales.