

Le Japon, pôle de stabilité politique et financier, mais aussi monétaire

La politique plus orthodoxe de la Fed va être suivie ... pas partout

L'heure est au retour à une gestion plus orthodoxe de la monnaie de la part des banques centrales. Il est bien difficile de savoir si la Réserve Fédérale américaine va pouvoir reprendre une partie significative des liquidités qu'elle a injectées dans l'économie depuis la crise du crédit hypothécaire des années 2007 et 2008 : son bilan pèse près du quart du produit intérieur brut des États-Unis. Il n'est pas non plus assuré que la Banque Centrale Européenne puisse la suivre sans casse. Dans ce concert général, il y a des exceptions. Bien sûr la question d'un pays totalitaire comme la Chine ne peut être intégrée dans une vision mondiale de politique monétaire. En revanche, la Banque du Japon se doit d'obéir à des règles d'économie de marché. Mais, pour elle, on n'envisage pas un revirement de stratégie. Le cavalier seul s'explique par nombre de particularismes nippons.

25 ans de soutien sans croissance : le bilan de la BoJ atteint 90 % du PIB

Comme toutes les économies, le Japon évolue avant en tout en fonction de sa démographie. On sait qu'on est face à un pays à très haut niveau de vie, réticent à

l'immigration et qui vieillit dans sa richesse. Depuis le milieu des années 1990, le produit intérieur brut stagne, mais, ramené au nombre d'habitants, il est encore supérieur de 15 % à celui de la zone euro et accuse un retard de moins de 30 % sur les États-Unis.

Vingt-cinq ans sans croissance économique : la bulle généralisée des immobiliers et financiers, les déséquilibres des bilans des banques et ceux des compagnies d'assurance a éclaté à la fin des années 1980 et a demandé du temps à être encaissés et traduits dans les livres. Pour éviter une crise qu'on aurait pu qualifier de systémique, l'arme budgétaire des investissements publics et de la baisse de la TVA a été utilisée sans compter. Fin 2012, le premier dispositif du plan économique du Premier ministre Shinzo Abe – la première flèche de ses « Abenomics » - était de suivre la Réserve Fédérale en instaurant un programme d'ajustement quantitatif (dit QQE, pour qualitatif et quantitatif). Depuis, l'économie japonaise est dopée et l'ampleur de l'opération est inédite. Des taux négatifs ont accompagné les achats d'actifs par la Banque du Japon.

Le bilan de l'institut d'émission a été porté à plus de 4.500 milliards de dollars : c'est plus que la Fed ou la BCE et cela s'applique à une économie moins importante. Les concours de la BoJ à l'économie pèsent plus de 90 % du produit intérieur brut de l'Archipel. En pratique, cela signifie que la banque centrale finance l'État, mais est aussi devenue l'actionnaire numéro un du pays. Au rythme actuel des achats, plus de 50 % des emprunts d'État seront dans les mains de la BoJ à la fin de l'année. D'ores

et déjà, elle détient plus de 55 % de l'encours des trackers d'actions japonaises et passera les deux tiers à la fin de l'année.

Un petit peu d'expansion, pas d'inflation : pas de marge pour la banque centrale

À ce niveau, on imagine que les arguments ne manquent pas pour suivre la Fed (et sans doute la BCE) en mettant fin au programme d'ajustement quantitatif et même en s'engageant vers une réduction de la taille du bilan de la BoJ.

De fait, si la croissance du Japon n'est pas forte, les 1 % en moyenne qu'on peut très raisonnablement viser pour les exercices 2017 et 2018 sont supérieurs au potentiel. La dynamique, pour limitée qu'elle puisse paraître, est assez saine avec une demande interne qui amplifie celle des exportations. Le mois de juin est le dixième d'affilée à afficher un indice des directeurs d'achats supérieur à 50, ce qui est indicateur avancé annonçant une progression. Les ventes au détail marquent une avance supérieure à leur rythme de l'année dernière. Enfin, les prêts bancaires se gonflent.

On peut ajouter un chômage qui reste dans des niveaux très bas (taux de 3 %) alors que le marché de l'emploi traduit un accroissement de la population active.

Le bilan est loin d'être catastrophique, mais il est insuffisant. Pour sortir le Japon de sa stagnation économique de trente ans, il faut plus. Pour que l'impact espéré des réformes de structures annoncées par le Premier ministre depuis bientôt cinq ans finisse par se faire sentir, il y a un préalable monétaire : l'inflation.

On ne peut pas s'arrêter au « succès » d'avoir observé une dérive des prix positive depuis le début de l'année. Le cours du pétrole est le principal responsable de cette hausse si modérée des prix, un effet yen jouant aussi. Au-delà des statistiques mensuelles donnant finalement un score proche de la marge d'erreur, il apparaît certain que la Banque du Japon va encore réduire ses estimations d'inflation qui sont de 1,1 % cette année et de 1,4 % l'année prochaine (pour 1,4 % et 1,7 % annoncé en début d'année). L'objectif de 2 % va encore être repoussé, tant il paraît difficile que des niveaux dépassant 0,5 % puissent être affichés en 2017 et en 2018.

On comprend que pour la banque centrale, qui en aucun cas ne cherche à se prévaloir d'une quelconque indépendance réelle vis à vis du pouvoir politique, la situation ne pousse pas à une inversion de gestion monétaire. Un ajustement a simplement été effectué, l'objectif de rendement des obligations (à 0 % pour le 10 ans) étant substitué à des annonces chiffrées de rachat d'actifs.

La stabilité et la fermeté de la politique de la BoJ ne suffiront pas à enclencher une phase de vraie croissance. Il faut pour cela que les comportements changent, que la consommation progresse plus que l'épargne dans le revenu disponible, que les revenus salariaux progressent malgré le remplacement des générations, que la baisse du yen alimente l'investissement extérieur.

Mais, dans un univers de banques centrales qui va être marqué par de vrais changements, le Japon s'affirme comme un pôle de stabilité politique (a priori), économique et monétaire.