

La dette publique japonaise : quelles perspectives ?



Le Japon est le pays le plus endetté du monde avec une dette publique représentant 213% de son PIB en 2012 (contre 176% pour la Grèce). Dans ces conditions, on peut se demander pourquoi le pays n'est pas asphyxié par ses créanciers.

Trois caractéristiques justifiant la soutenabilité du ratio dette publique/PIB

Premièrement, la dette nette des actifs financiers du Japon ne représente que 85% du PIB. Cela s'explique par les réserves importantes placées pour le financement des retraites des citoyens.

Deuxièmement, 95% de la dette est détenue par des agents résidents au Japon contre 70% au Royaume-Uni, 47% aux Etats-Unis ou 35% en Allemagne. L'excès d'épargne domestique est investi à long terme dans les actifs domestiques, en particulier les obligations d'Etat (préférence pour les titres domestiques couramment nommé le biais domestique). Ensuite, le risque de change freine les investisseurs non résidents à investir dans des proportions importantes dans les obligations d'Etat. Enfin, le désendettement privé (ménages et entreprises) depuis une quinzaine d'année facilite une situation non-concurrentielle entre les obligations d'entreprises et étatique. Ainsi, le taux d'intérêt apparent (montant des intérêts moyens annuels divisé par la somme prêtée) est de 0,8%.

Troisièmement, la banque centrale japonaise a une marge de manœuvre plus importante puisqu'elle peut plus facilement injecter des liquidités dans l'économie sans craindre une inflation forte en raison de la situation déflationniste de l'économie. Ce point la diffère par exemple de la banque centrale européenne.

Ces trois caractéristiques rendent solvables la dette publique japonaise, mais est-elle soutenable ? Deux contraintes sont à étudier.

Première contrainte : la déflation

Le Japon est en effet soumis structurellement à des problématiques déflationnistes majeures avec une inflation négative en 2010 (-0,7%), 2011 (-0,3%) et nulle en 2012 (0%). Le taux d'intervention de la banque centrale est de 0,1 point.

Dans un contexte difficile, la banque centrale peut stimuler l'économie en augmentant sa masse monétaire. Cette augmentation se produit grâce à une diminution du taux directeur de la banque centrale, afin d'inciter les agents à investir leur richesse financière. Or, lorsque les taux sont trop faibles, les agents économiques vont spéculer et conserver leurs avoirs monétaires dans l'expectative d'une augmentation des taux (améliorant leurs rendements). Ce mécanisme, nommé trappe de liquidité, rend la demande de monnaie parfaitement inélastique et limite l'augmentation de l'inflation.

Ainsi, les taux trop faibles pratiqués au Japon ont conduit à une spirale déflationniste qui a diminué la valeur de la monnaie et rendu plus difficile le remboursement de la dette en valeur nominale. Le mécanisme décrit ici correspond au concept de « debt deflation » proposé par Irving Fisher. Ce mécanisme déflationniste augmente la probabilité de voir la dette publique japonaise devenir insoutenable.

Seconde contrainte : la démographie

Même si le pays compte plus de 127 millions d'habitants, les problématiques démographiques sont fortes. En effet, le taux de fécondité est très faible (1.39 enfants par femme) et le taux de natalité de 8.39 naissances pour 1000 habitants est devenu inférieur au taux de mortalité (9.75 décès pour 1000 habitants). Conjugué à une très faible immigration (seulement 1.75% de la population est étrangère contre par exemple 5.7% en France), la population nipponne est vieillissante. A ce rythme, le pays pourrait avoir perdu plus de 30% de sa population en 2050 (toutes choses égales par ailleurs).

L'impact économique se traduirait par une baisse du taux d'épargne, qui s'est d'ailleurs réduit de 50% depuis les années 2000 pour s'établir à 6% en 2012. Une telle diminution serait susceptible d'augmenter l'utilisation des actifs extérieurs par les retraités et donc réduire l'excédent de la balance courante.

Dans les faits, on peut constater que cette baisse de l'épargne des ménages est compensée par une baisse du taux d'investissement et une hausse de l'épargne des entreprises. Cette augmentation devrait permettre d'améliorer leur rentabilité et donc de maintenir un excédent de la balance courante à 1% en 2013, prolongeant ainsi le roulement de la dette publique par des investisseurs résidents.

L'impact du plan de relance sur la dette publique japonaise : une hausse de l'inflation qui réduit la dette publique en réel

Dans ce contexte difficile, Shinzo Abe, nouveau premier ministre nippon, a décidé de mettre en place un plan de relance de 87 milliards d'euros. Ce projet devrait permettre de stimuler l'inflation au moyen des investissements programmés et pourrait conduire à une diminution de la dette publique en valeur réelle.

Par ailleurs, la BoJ (banque centrale du Japon) a révisé à 2% son objectif d'inflation et s'est engagé à un programme de rachats d'actifs illimité tant que cet objectif ne sera pas atteint. Le programme actuel, de plus de 800 milliards d'euros, prendra fin en 2014. L'engagement de la BoJ est de poursuivre ces rachats à hauteur de 100 milliards d'euros par mois (80% d'obligations à court terme, 20% d'obligations à long terme), ce qui pourrait aider au refinancement de la dette publique au cours des deux prochaines années.

Cette politique monétaire aurait trois effets. Premièrement, le crédit devrait connaître une relance, même si l'excédent des réserves des institutions financières nippones est tel que le doute persiste sur l'efficacité de l'action de la BoJ. Deuxièmement, l'inflation devrait s'établir durablement à 2%. Enfin le troisième effet serait une dépréciation du yen par rapport aux autres devises. Cette politique de change pourrait favoriser les exportations japonaises, notamment vers l'Asie du sud-est, et être une source de croissance (le solde commercial a une contribution de -0,8 point de PIB en 2012 pour un taux de croissance annuel la même année de 1,8%). En revanche, la détérioration des relations commerciales avec la Chine et le risque de politisation du change avec les autres devises pourraient compenser les effets bénéfiques de la dépréciation du yen.

Au-delà des effets sur la croissance économique, l'objectif de 2% d'inflation devrait être atteint. Sur le ratio dette publique / PIB (voir la formule en note de bas de page), 2% d'inflation, combinée à une croissance économique de 1,2% en 2013 (prévision FMI d'octobre 2012) et un taux d'intérêt apparent de 0,8%, permettrait d'obtenir un coefficient de -1,4 ($1 + 0,8 - 2 - 1,2$) sur le stock de dette publique déjà existant (plus de 8400 milliards d'euros en 2012 pour un cours euro dollar de 1,3). Ce calcul correspond à une réduction du stock de la dette publique en valeur réelle de plus de 100 milliards d'euros.

Conclusion

Cette analyse nous permet de mieux appréhender la façon dont le Japon peut financer un fort ratio dette/PIB. Il ne faut cependant pas négliger le déséquilibre des finances publiques, lié à une baisse des recettes fiscales (due à un allègement sur la fiscalité directe depuis une dizaine d'années) dont l'impact a été bien plus significatif sur le solde budgétaire que les dépenses publiques. Ainsi, au-delà des politiques monétaires et du plan de relance du nouveau gouvernement, l'évolution de la fiscalité demeurera un enjeu crucial des prochaines années.

Par Benjamin Roger et Loïc Morand

Diplômé de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne en banque et finance, Benjamin Roger est analyste financier en fusion-acquisition. Ses centres d'intérêts portent sur les politiques de croissance et les marchés financiers.

Diplômé de l'Institut d'Administration des Entreprises de Lyon, Loïc Morand est analyste financier en fusion-acquisition. Ses centres d'intérêts portent sur la finance d'entreprise et l'évaluation des actifs financiers.

Notes :

Formule du ratio dette/pib :

Dette publique 2012 / PIB = (Stock de dette / PIB) (1 + taux intérêt nominal - inflation – croissance PIB) + (déficit budgétaire 2012/PIB) = (Stock de dette/PIB) (1 + taux intérêt réel – croissance PIB) + (déficit budgétaire 2012/PIB)

Références :

Evelyne Dourille-Feer, « Les dessous de la dette publique japonaise », CEPII, 29 octobre 2012.

FMI : « World Economic Outlook », octobre 2012.