

Dépréciation du yen : une opportunité pour l'économie japonaise mais sous quelles conditions ?

Résumé :

- L'appréciation du yen face au dollar américain entre 2007 et 2012 a pesé sur l'activité nipponne et justifie une politique de croissance favorisant une dépréciation de la devise yen/dollars par une politique monétaire expansionniste;
- les engagements de la politique monétaire semblent crédibles mais le change yen-dollar américain doit rester stable pour permettre un regain durable de la compétitivité des exportations japonaises;
- le principal risque porte sur la maîtrise de l'inflation importée par la Banque Centrale du Japon.

Le nouveau gouverneur de la Banque Centrale du Japon (BoJ), Haruhiko Kuroda, a pris ses fonctions le mercredi 20 mars 2013, en même temps que ses deux adjoints. Ces nominations augurent d'un changement de stratégie de la Banque centrale en faveur de la mise en place d'un programme d'assouplissement quantitatif beaucoup plus ambitieux que le précédent qui réorienterait les prix à la hausse afin d'atteindre la cible d'inflation de 2 % visée par le gouvernement du Premier ministre Shinzō Abe.

Contre les risques déflationnistes par une cible d'inflation plus importante

Avant l'arrivée du nouveau pouvoir exécutif le 26 décembre 2012, la Banque centrale japonaise poursuivait un objectif d'inflation de 1 % visant à encourager la demande domestique par une détente des conditions d'accès au crédit. Shinzō Abe avait construit sa campagne électorale sur un policy mix plus expansionniste, préconisant une politique budgétaire plus agressive et financée par la « planche à billets ». Parallèlement, le projet de faire adopter à la BoJ un objectif d'inflation de 2 % permettait d'aligner les objectifs de politique monétaire sur ceux du gouvernement et ainsi maîtriser le risque de baisse des prix.

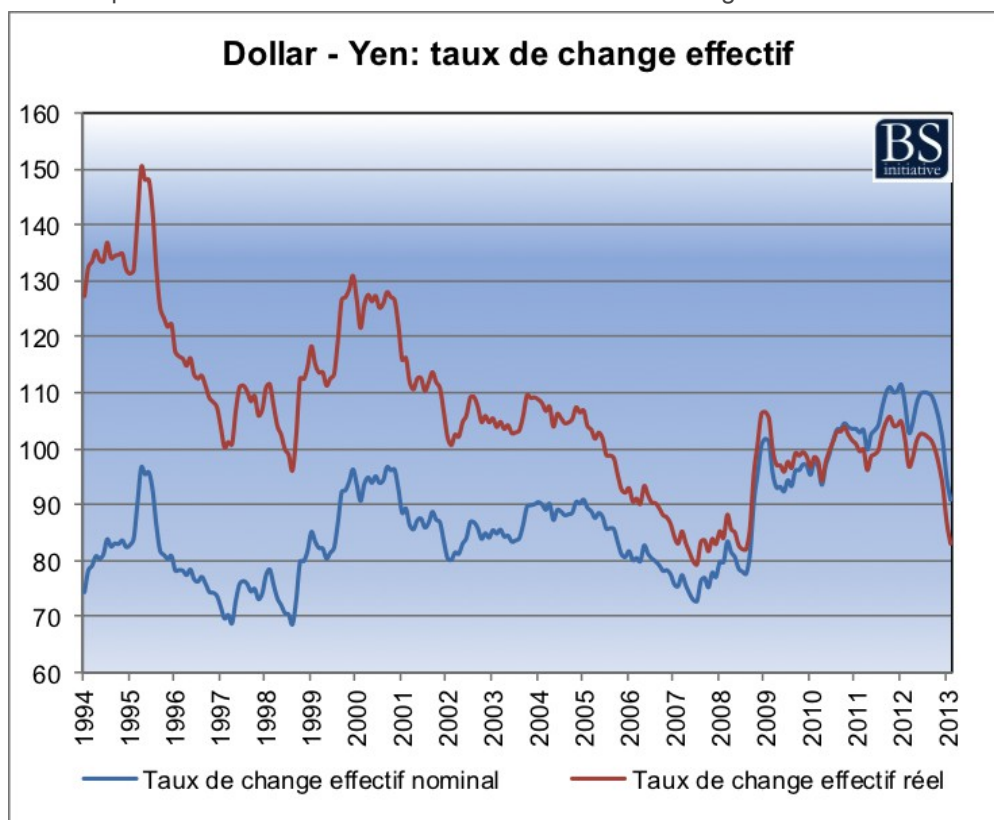
L'adoption de cette nouvelle cible d'inflation est en effet susceptible d'affaiblir les tensions déflationnistes par deux moyens : la contraction des taux d'intérêt réels au Japon et l'augmentation des écarts de taux d'intérêt entre les États-Unis et la Japon. Ce mécanisme :

- augmente la rentabilité des dépôts en dollars américains (toutes choses égales par ailleurs) et donc favorise une dépréciation de la valeur du yen par rapport au dollar américain;

- diminue les taux d'intérêts réels japonais et donc stimule la consommation des ménages, l'investissement des entreprises et les exportations nationales.

Des orientations politiques justifiées par les effets négatifs d'une trop forte appréciation du yen face au dollar américain

Le taux de change effectif réel du yen s'est apprécié de 25 % entre l'été 2007 et l'été 2012 (50 % en termes de taux de change effectif nominal). Cette évolution a eu deux effets paradoxaux : un effet négatif sur les exportations et une accumulation des réserves de change.



Premièrement depuis 2007, la hausse continue du yen a significativement impacté les exportations nationales qui n'ont pas retrouvé leur niveau d'avant crise ; avec comme principal handicap la surévaluation du yen et ce malgré les nombreuses délocalisations vers le reste de l'Asie. En février 2013, les exportations du Japon se replient ainsi de 2,9 %, en rythme annuel, tandis que les importations nationales progressent de 11,9 %. Les exportations nippones vers la Chine se contractent de 15,8 % et de 9,6 % vers l'Europe sous l'effet d'une demande intérieure toujours atone. L'élasticité-prix des exportations nippones vers les pays asiatiques est sensiblement inférieure à l'élasticité-prix des exportations vers le reste du monde (0,3 contre 0,5). 2011 a ainsi été la première année de déficit commercial pour le Japon depuis 1980 tandis que l'économie a observé en 2012 un déficit commercial

annuel record de 6 927 milliards de yens (environ 59 milliards d'euros). L'aggravation du déficit commercial est un indicateur que l'appréciation du yen a été trop forte.

Secondement, malgré l'appréciation de la monnaie nippone, la BoJ a continué d'accumuler des réserves de change en raison d'une accumulation des créances sur le reste du monde. Une réaction qui a alimenté la hausse du cours du yen face aux autres devises.

En conséquence, Shinzō Abe a annoncé un plan de relance de 108 milliards de dollars au début de son mandat, soit 2,2 % du PIB japonais. Parallèlement, la BoJ a annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif et un programme de rachats d'actifs de grande envergure en 2014 (principalement des emprunts d'État). Depuis le 26 décembre 2012 et l'arrivée de Shinzō Abe au gouvernement, le yen a perdu 9% de sa valeur face au dollar américain (devises au 26 mars 2013) pour s'établir à 94 yens pour un dollar américain, son plus faible niveau depuis 2009.

La politique de change doit être durable et stable : le risque d'une devise de 110 yens pour un dollar

En communiquant sur un nouveau programme d'achats d'actifs à partir de janvier 2014, la BoJ table sur un effet de signal, ancrant les anticipations d'une politique monétaire accommodante. De nature interventionniste, la Banque paraît crédible dans ces annonces de politique monétaire. Hoichi Hamada, proche de Shinzō Abe et professeur d'économie à Yale, préconise une parité USD/JPY comprise entre 95 et 100 en précisant qu'au-delà de 110 yens pour un dollar, l'économie japonaise en souffrirait. En effet, à ce niveau, la dépréciation de la monnaie nippone réduirait significativement le pouvoir d'achat des ménages par deux facteurs:

- l'inflation importée l'emporterait sur les effets positifs de relance des exportations. Bien que le Japon s'attende à devenir plus compétitif face aux produits étrangers grâce à l'effet change, le renchérissement des produits importés pourrait diminuer le pouvoir d'achat des ménages et donc réduire la contribution positive de la demande domestique;

- l'augmentation de la dépendance énergétique. Les récentes fermetures des centrales nucléaires depuis l'épisode de Fukushima contribuent à accroître la demande d'importation de produits énergétiques. Avant la catastrophe du 11 mars 2011, le parc nucléaire fournissait 30 % de l'électricité du Japon. Il fut réduit à zéro pendant plusieurs mois après la catastrophe faisant à nouveau apparaître les difficultés du

pays face à sa dépendance énergétique. Aussi et durant cette même période, les importations japonaises de gaz ont augmenté de plus de 50 %.

Suite à la dépréciation du yen face aux autres devises, la balance courante japonaise devrait connaître ces premiers effets positifs seulement après quelques mois (phénomène de courbe en J). En effet, les ajustements économiques étant plus lents que les ajustements monétaires, l'effet prix devrait l'emporter dans un premier temps sur l'effet volume (renchérissement des importations) avant d'apercevoir un effet volume plus significatif (baisse des importations et accroissement des exportations nationales). Il est donc essentiel que la dépréciation constatée depuis le début d'année soit durable et stable.

Conclusion

Face au risque déflationniste, la BoJ a annoncé qu'elle maintiendrait ses taux directeurs entre 0 % et 1 % et mènerait un programme de rachats d'actifs. Deux actions permettant d'ancrer durablement les anticipations d'une politique monétaire accommodante et capables d'affaiblir durablement la valeur du yen face aux autres devises.

Les effets de court terme de cette politique sont visibles par des gains de parts de marché à l'exportation grâce à l'effet-change et une augmentation de l'inflation importée. A moyen-long terme, les exportations japonaises vers l'Europe resteront limitées en raison de la faible demande intérieure en zone euro tandis que les exportations vers l'Asie devraient soutenir l'évolution du solde commercial, sous-condition d'une stabilité de la devise yen-dollar et d'une maîtrise de l'inflation importée.

Par Anthony Bouguier

Economiste dans une banque de développement, Anthony Bouguier est diplômé de l'Université Paris Dauphine en Diagnostic Economique International. Ses principaux centres d'intérêts portent sur les problématiques monétaires et plus spécifiquement sur le financement des économies en voie de développement.