Tenkan !

« Tenkan : terme utilisé dans plusieurs arts martiaux pour désigner un mouvement rapide de pivotement du corps à 180 degrés et repris, par analogie, par Jacques Gravereau, économiste et spécialiste de l'Asie, pour illustrer la capacité de la population japonaise à effectuer des volte-face collectifs de manière flexible et vigoureuse ».

L'histoire dira si le changement de cap effectué par les autorités japonaises ces derniers mois est à ranger du côté de ces exploits ou non. Mais l'épisode japonais constitue déjà un fait marquant de la crise que traverse le monde développé.

Nous publions à titre exceptionnel deux papiers sur le sujet. Le premier est une courte mise en perspective de l'épisode de déflation de l'économie japonaise destinée à mieux comprendre les raisons à l'origine de la complaisance nippone à l'égard de ce fléau et celles imposant aujourd'hui l'adoption d'une nouvelle voie.

Le second est une contribution de Frank Benzimra, spécialiste de l'économie japonaise et des marchés financiers basé en Asie depuis une dizaine d'année, qui nous fait l'honneur de partager ses réflexions sur le sujet. Dans ce texte, l'auteur revient dans un premier temps sur les raisons qui ont permis au Japon de traverser sans chaos quinze années d'une situation extrême en matière d'endettement public. En deuxième partie, il traite du caractère innovant de la nouvelle politique de M. Abe. Enfin, Frank Benzimra nous propose **trois scénarios** possibles sur l'issue de ce changement radical de gestion de la politique économique et **trois stratégies d'investissement associées**.

Nous publions à titre exceptionnel cette contribution en anglais.

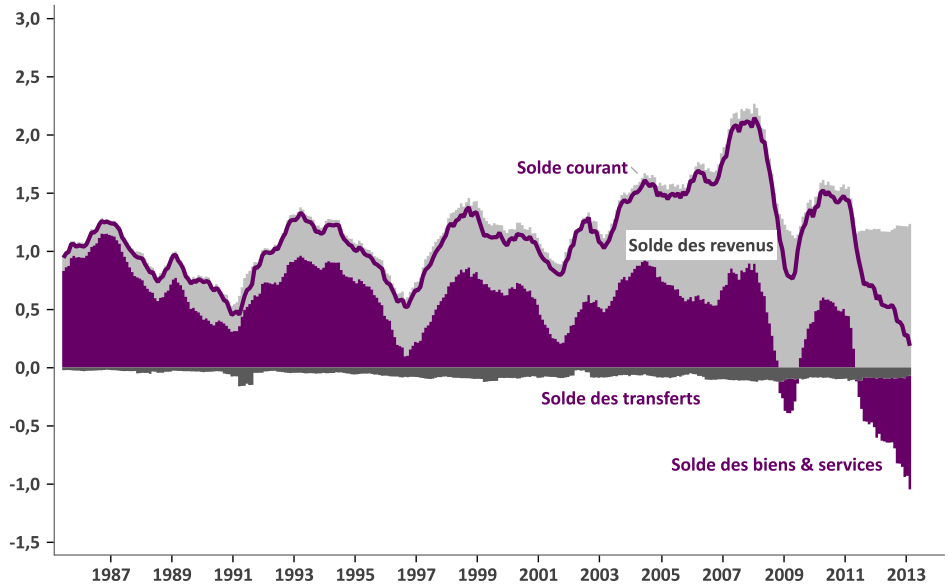
Expérience japonaise : un cas d'école pour l'union monétaire

S'il est bien tôt pour tirer des conclusions de ce que donneront les initiatives japonaises, les pays européens feraient bien de se pencher à deux fois sur les messages envoyés par M. Abe ces derniers temps. Derrière la rupture de politique économique initiée par le Japon se trouve un état de fait, l'impossibilité de continuer sur la voie de la complaisance à l'égard de la déflation suivie depuis une quinzaine d'années. Une leçon digne d'intérêt pour les pays de la zone euro dans lesquels la tentation déflationniste semble encore emporter l'adhésion d'un trop grand nombre.

Vieillissant, surendetté et victime d'un système bancaire lesté par le poids disproportionné de ses créances douteuses, le Japon a été relativement complaisant à l'égard de la déflation depuis ses débuts, il y a une quinzaine d'années. Garante de taux d'intérêt très faibles, la déflation permettait d'alléger le coût exorbitant de la dette tout en assurant une meilleure valorisation des titres de la dette publique très largement détenus par les banques et épargnants individuels nationaux. Le Japon trouvait là le moyen de consolider son système bancaire mal en point et de compenser, par des effets richesse financiers, la dévalorisation du patrimoine immobilier des ménages et celle de leurs revenus courants. Enfin, l'avantage compétitif que retirait le pays de la baisse de son taux de change réel -reflet de celle de ses coûts du travail- permettait aux entreprises de tirer un bon parti de la dynamique régionale, les exportations du Japon à destination de la Chine ont ainsi été multipliées par plus de six entre 1997 et 2008.

Le maintien d'un excédent courant confortable assurait ainsi l'indépendance financière du pays, le protégeant du risque de remontée de ses taux de financement.

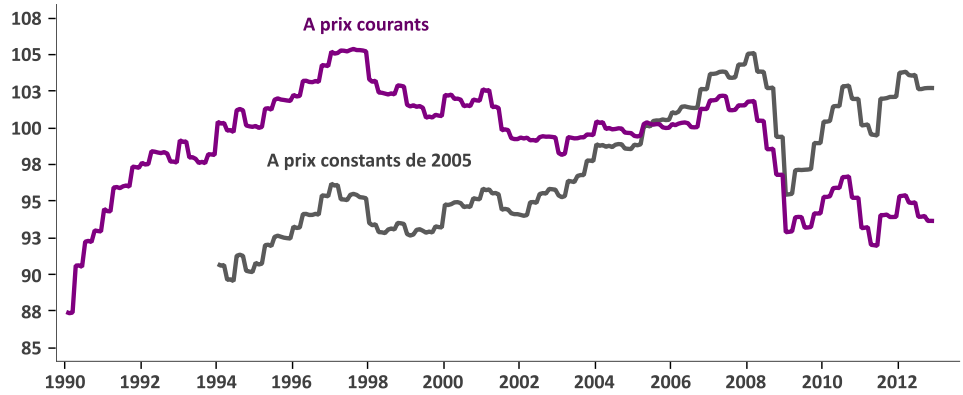
Solde courant du Japon, Trn Yen



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La stratégie, apparemment gagnante, ne pouvait à l'évidence l'être sur la durée. Les effets négatifs de la déflation sur l'investissement finiraient par mettre à mal les ressources à l'exportation du pays, l'érosion du PIB potentiel nominal ne pouvait que conduire à une élévation structurelle du taux d'endettement, enfin, la capacité d'épargne des japonais allait forcément s'éroder au fur et à mesure de leur vieillissement accéléré. L'échafaudage était donc intenable sur le long terme, la rapidité avec laquelle apparaîtrait ce terme étant conditionnée à la capacité du pays à préserver ses excédents extérieurs. Or, celle-ci s'est notablement érodée aux lendemains de la crise puis, davantage encore, après la catastrophe de Fukushima et l'accroissement de la dépendance énergétique extérieure qui en a résulté. L'excédent courant japonais, de près de 5 % du PIB à la veille de la crise a aujourd'hui disparu et menace de laisser la place à un déficit. **La complaisance à l'égard de la déflation devient dès lors intenable. C'est en cela que la situation a changé, obligeant de facto à une rupture de politique économique.**

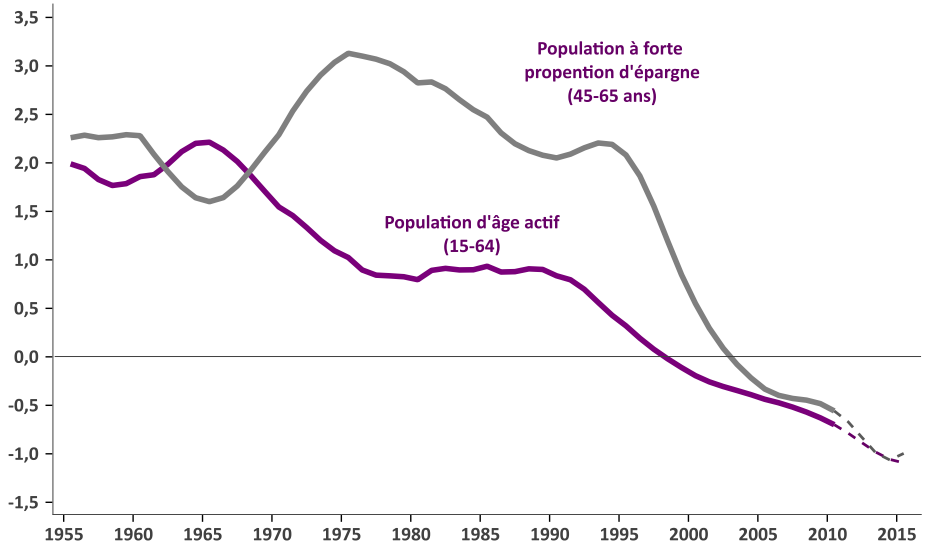
PIB par habitant du Japon, 2005=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Evolution de la population nippone

TCAM en % lissé sur 5 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Que l'action des autorités japonaises prenne dès lors la forme d'une guerre des changes n'est pas la question. La vérité est qu'elles n'ont guère d'autre choix que de mettre tous leurs efforts dans la bataille pour la croissance, ne fut-ce que nominale.

La stratégie a-t-elle une chance de réussir ? Nul ne peut réellement le dire aujourd'hui tant les comportements de la population japonaise risquent d'être rigidifiés par plus d'une décennie de déflation. Avant de porter ses fruits sur le front compétitif, la chute du yen accélèrera la détérioration des comptes extérieurs par le renchérissement de la facture énergétique. Cet effet, traditionnellement qualifié de « courbe en J », pourrait avoir un impact plus déflationniste encore sur la demande domestique que seule une hausse des salaires serait susceptible d'absorber. L'issue, si elle existe, est donc résolument inflationniste. Il s'agit bien d'une rupture en profondeur, un virage à 180 degrés, un Tenkan.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact*@richesflores.com*