

## CONJONCTURE MACROÉCONOMIQUE

### 2018 : L'ANNÉE DU JAPON ?



Laetitia  
Baldeschi

Co-responsable  
des études et de  
la stratégie

#### L'OPTIMISME EST REVENU SUR LE JAPON EN 2017. A QUOI L'ATTRIBUE-T-ON ?

Selon toute vraisemblance le Japon terminera l'année 2017 avec une croissance au-dessus de 1,7%, après 0,9% en 2016. C'est l'une des belles surprises de l'année, quand on prend en considération le fait que le potentiel de croissance n'est, a priori, que de l'ordre de 0,8% et qu'en début d'année 2017, on attendait au mieux 1% de croissance pour l'année. L'ensemble des moteurs d'activité sont allumés. Ainsi, la demande intérieure, notamment la consommation mais aussi l'investissement, a pris le relais de la demande extérieure, largement soutenue par la stabilisation de l'économie chinoise et le dynamisme de la demande du reste de l'Asie. Cela se traduit dans l'évolution du marché boursier japonais, alors que les profits des entreprises sont particulièrement élevés.

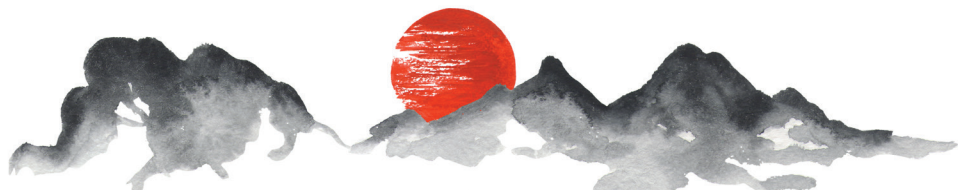
#### CETTE SITUATION TRÈS FAVORABLE PEUT-ELLE SE PROLONGER EN 2018 ?

Il est clair que l'accélération observée au cours de l'année 2017 ne devrait pas se reproduire en 2018. En effet, nous n'attendons qu'une croissance de 1,3% pour l'année 2018, ce qui reste, il faut le rappeler, supérieur au potentiel estimé de cette économie. La diminution de la contribution du commerce extérieur expliquerait une partie de ce tassement. L'évolution des revenus des ménages sera un point crucial de l'année 2018, avec notamment le rendez-

vous annuel des négociations salariales d'avril (Shunto). La bonne santé des entreprises devrait se traduire par une hausse des revenus salariaux. Ainsi, le gouvernement de M. Abe a présenté des mesures spécifiques dans le cadre de sa réforme fiscale pour l'année fiscale 2018 visant à inciter les entreprises à augmenter significativement les salaires, contre une diminution de l'impôt sur les sociétés. Un volontarisme politique aussi clairement affiché pourrait cette fois-ci porter ses fruits. Mais la progression de la consommation pourrait avoir comme conséquence une accélération des importations.

#### ET LA BANQUE DU JAPON ? QUE VA-T-ELLE FAIRE ALORS QUE LA FED CONTINUE DE NORMALISER SA POLITIQUE MONÉTAIRE ET QUE LA BCE SE DIRIGE VERS LA FIN DE L'ASSOULISSEMENT QUANTITATIF ?

Il nous semble que le message de la BoJ est relativement clair. Les mesures d'assouplissement monétaire seront maintenues tant que l'inflation n'aura pas rejoint de manière durable l'objectif fixé, à savoir 2% pour l'indice hors alimentation fraîche (indice à 0,9% en décembre 2017). Selon toutes les prévisions, y compris celles de la BoJ, ceci n'est pas envisageable avant le courant de l'année fiscale 2019. La BoJ a par ailleurs rappelé à plusieurs reprises qu'il n'y avait pas d'obstacle à une divergence de politique entre les grandes banques centrales, en argumentant que la situation japonaise différerait fondamentalement de celle des Etats-Unis ou de la zone euro, ce qui justifiait des politiques différentes.



### POUR AUTANT, LA PUBLICATION DU COMPTE DE LA BOJ A LAISSÉ APPARAÎTRE EN FIN D'ANNÉE UNE DIMINUTION DES ACHATS DE TITRES PUBLICS PAR L'INSTITUTION. LES INVESTISSEURS Y ONT VU UN DÉBUT DE NORMALISATION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE. COMMENT INTERPRÉTEZ-VOUS CELA ?

Là encore revenons au discours de la BoJ qui est en la matière très clair. Son objectif est de piloter la courbe des taux d'intérêt, plus spécifiquement, de veiller à ce que le taux à 10 ans soit maintenu autour de 0%. La quantité de titres publics achetés (80 000 milliards de yens par an) n'est plus qu'un objectif indicatif. Si l'évolution du taux 10 ans le nécessite, la BoJ peut donc diminuer ou cesser ces achats, voire revendre des titres, afin de ramener le taux autour de 0%. Par ailleurs, M. Kuroda a indiqué que tout changement de stratégie dans la conduite de la politique monétaire relevait d'une décision du conseil de politique monétaire et ne pouvait émaner d'une communication technique de la BoJ.

### RESTE LE YEN. QUE PENSER DE SON ÉVOLUTION RÉCENTE ?

C'est évidemment un élément de fragilité dans ce scénario plutôt rose que nous avons sur le Japon. Le statu quo de la BoJ face au resserrement avéré ou anticipé des autres grandes banques centrales doit logiquement conduire au maintien d'un yen faible, ce qui favorise l'inflation importée d'une part, les entreprises exportatrices d'autre part, et donc le marché boursier (graph 1). Pour autant, il ne faut pas oublier que le yen peut répondre ponctuellement à d'autres déterminants. En effet, le Japon affiche toujours une balance courante largement excédentaire, excédent en hausse ces derniers mois en raison notamment de la progression de l'excédent commercial, mais aussi de flux financiers et de revenus entrant dans le pays (graph 2). Dans la même période, on observe plutôt une dégradation du déficit courant américain, ce qui peut jouer en faveur du yen, et ainsi rompre la relation que l'on observait entre l'écart de taux long et le change. En période de retour de l'aversion au risque, surtout si ce risque vient des Etats-Unis ou de la zone euro, le yen tend à reprendre son rôle de valeur refuge.

Il nous semble que ces déterminants à la hausse du yen ne devraient pas dominer dans les prochains mois et que le différentiel de politique monétaire et de croissance, en faveur du dollar, reprendront leur importance pour ramener le yen dans une fourchette 110/115 contre dollar. Les flux sortants encore attendus des grands fonds de pension japonais (GPIF) dans le cadre de la réallocation d'une partie de leur portefeuille vers les actifs étrangers devraient également affaiblir le yen.

