

Analyse thématique — T1 2023  
Japon

---

# Japon: changement de politique monétaire?

**Japon: changement de politique monétaire?**

Le processus de nomination du nouveau gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), M. Ueda, et des nouveaux directeurs, MM. Uchida et Himino, suggère un changement de la politique monétaire. Celle-ci a été attestée ces dernières années par un « assouplissement » marqué, des politiques non-conventionnelles massives et un contrôle de la courbe des taux. Les premières décisions de la nouvelle équipe devraient être communiquées lors de la réunion des 27 et 28 avril prochains.

Les mesures d'assouplissements extraordinaires menées depuis des années par le gouverneur actuel, M. Kuroda, dont le mandat expire le 8 avril prochain, ont débuté en 2013 avec les mesures d'assouplissement quantitatives et qualitatives (acronyme QQE), suivi en 2016 par les taux d'intérêt directeurs négatifs (acronyme NIRP) et le contrôle de la courbe des taux ('yield curve control' ou YCC). L'objectif de ces mesures était de contrer la surévaluation du yen et la spirale déflationniste des prix et des salaires. Mais selon le nouveau gouverneur, les taux d'intérêt directeurs négatifs et le contrôle de la courbe des taux n'auraient pas eu les effets positifs escomptés. Au contraire, cela aurait nuit à la croissance potentielle du pays et permis une dérive au-delà du raisonnable de l'endettement du pays.

Fig.1: Courbe des taux des obligations souveraines  
Source: Barclays

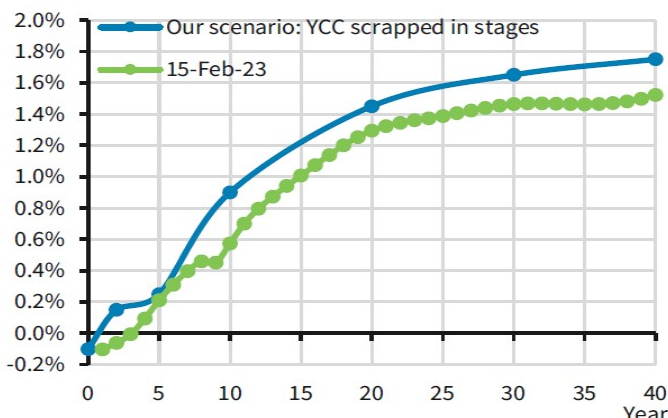


Fig.2: Productivité du travail  
Source: Barclays



Si dans un premier temps, ces mesures ont corrigé la surévaluation du yen et ont permis une stabilisation des prix et des salaires, leur poursuite a engendré des effets négatifs sur l'économie japonaise. En particulier, les obligations souveraines ont vu leur marché perturbé par leur rachat systématique par la BoJ et les taux excessivement bas ont généré une dérive des finances publiques et la persistance d'entreprises non profitables qui auraient dû faire faillite. Enfin, et plus grave, cette politique aurait généré une croissance sous-jacente inférieure en raison du manque de productivité des entreprises.

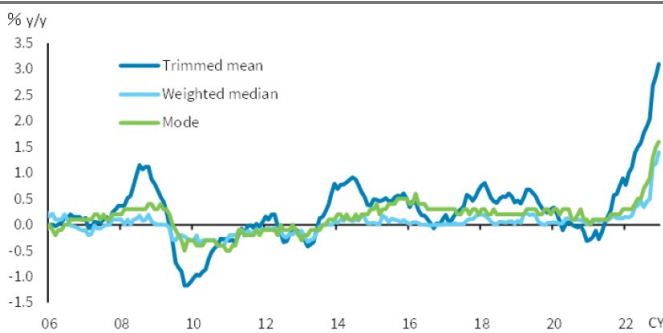
**Urgence des réformes**

Le nouveau gouverneur a donc annoncé la fin de ces mesures exceptionnelles pour amorcer une normalisation de la situation. Mais le processus de la « normalisation » de la politique monétaire sera long. Dans un contexte de résurgence de l'inflation et d'une hausse des salaires, qui pourrait être plus importante que prévu, la première mesure, qui devrait être prise par la nouvelle direction de l'institution monétaire, sera la fin de la politique de contrôle de la courbe des taux (YCC) au cours de la réunion des 27 et 28 avril prochains. Les objectifs de la courbe devraient être supprimés graduellement pour se concentrer uniquement sur les taux à court terme. C'est-à-dire, une politique monétaire classique. Dans un deuxième temps, les taux directeurs devraient être relevés et se situer à 0%. Ce serait donc la fin des taux d'intérêt négatifs qui, comme en Suisse, posent des problèmes importants dans les secteurs des banques et des assurances.



Fig.3 : Inflation sous-jacente

Source: Natixis



### Accélération de l'inflation

Dans un contexte mondial de hausse des prix, notamment ceux de l'alimentation, les prix à la consommation ont accéléré. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), qui est restée faible à moins de 1% ces 20 dernières années, devrait dépasser les 3% au cours du 1er trimestre de cette année. Les prix de l'alimentation n'ont pas cessé d'accélérer ces 12 derniers mois et devraient atteindre 8% sur un an au cours des prochaines semaines. Par ailleurs, la hausse des salaires, traditionnellement au printemps, devrait être plus élevée qu'au cours des dernières années, ne serait-ce que pour compenser les pertes de pouvoir d'achat des ménages dues à la hausse des prix à la consommation. Les hausses de salaire pourraient donc renforcer encore les pressions inflationnistes. Au total, tous les indicateurs de prix sont à la hausse. La banque centrale ne peut donc pas faire abstraction de cette évolution et doit resserrer sa politique monétaire pour éviter une hausse encore plus rapide d'une inflation sous-jacente qui, à terme, va amputer le pouvoir d'achat des ménages et freiner la consommation privée.

Fig.4: Prix alimentaires

Source: Barclays

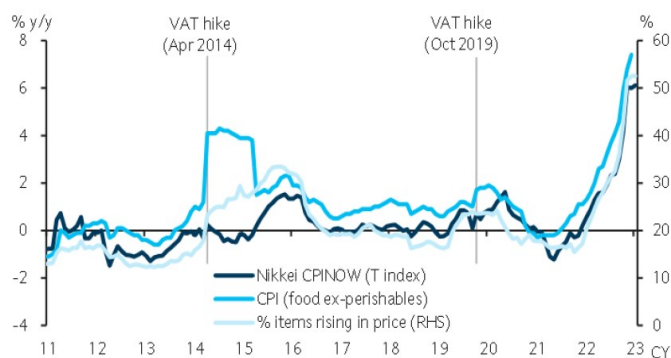


Fig.5 : Taux de change

Source: Barclays

	2023	2023	2023	2023
	Q1	Q2	Q3	Q4
USDJPY	133	130	127	125
EURUSD	1.04	1.08	1.10	1.12

Note: as of each quarter-end.

### Le yen devrait se renforcer

La fin de la politique des taux négatifs à court terme et la « convergence » des politiques monétaires américaine et japonaise devraient renforcer le yen face au dollar. Par ailleurs, sur le plan de la balance des paiements, la baisse des prix de l'énergie et la hausse des revenus issus du tourisme devraient accroître les excédents courants et, par conséquent, tirer à la hausse le yen. Plus la normalisation de la politique japonaise sera rapide, plus le yen devrait se renforcer rapidement. A plus court terme, sous la pression du resserrement monétaire aux Etats-Unis et pour des raisons de saisonnalité, le yen pourrait se dévaluer légèrement face au dollar. Mais dès le moment où les marchés seront sûrs de la volonté de la banque centrale japonaise d'arrêter le contrôle de la courbe des taux et de la fin de la politique des taux directeurs négatifs, le yen va se réévaluer.

Même si la majorité de la nouvelle direction de la BoJ est favorable à la normalisation de la politique monétaire, il faut s'attendre à de fortes résistances de la part de acteurs qui ont bénéficié d'une politique de taux négatifs (état japonais et entreprises). Et cette « normalisation » se fera dans la douleur notamment pour les finances publiques.

Fig.6: Taux de change USD / JPY

Source: Barclays

