



La politique de change japonaise en 2005

Actualisation : 24 août 2005

© MINEFI – DGTPE

Prestation réalisée sous système de management de la qualité certifié AFAQ ISO 9001

Le Japon n'est pas intervenu sur les marchés des changes depuis bientôt 18 mois, les pressions à l'appréciation du yen s'étant apaisées. La parité actuelle du yen par rapport au dollar apparaît favorable à l'économie japonaise.

Malgré la suspension des interventions de change depuis mars 2004, la stratégie de change des autorités japonaises n'a pas fondamentalement changé

Libre convertibilité

■ Le Japon dispose d'un régime de change flottant « corrigé » : la devise japonaise est librement convertible, mais en pratique le cours de change du yen peut être régulé par les interventions des autorités sur les marchés.

Le MOF détermine la politique de change, la BOJ la met en œuvre pour son compte

■ La responsabilité de la politique de change est du ressort du ministère des finances (MOF), plus spécialement du vice-ministre des affaires internationales (M. Watanabe depuis juillet 2004). C'est le MOF qui définit les grandes orientations de la stratégie de change et prend les décisions d'intervention le cas échéant. La Banque du Japon (BOJ) agit pour le compte du MOF lorsqu'elle met en œuvre ces décisions. A l'inverse du dispositif observé dans nombre de pays d'Asie, la banque centrale ne détient pas de pouvoir de décision en matière de change.

Les interventions de change sont communément pratiquées au Japon

■ Les interventions de change du Japon ont été massives de janvier 2003 à mars 2004 (35.256 milliards de yens en quinze mois) et ont cessé complètement depuis lors. Le Japon se distingue historiquement des autres pays développés par sa propension à intervenir sur le marché des changes : depuis 1991, le MOF est intervenu à 340 reprises, contre 22 pour la Réserve Fédérale américaine et seulement 4 pour la BCE depuis sa création en 1998 (source : FMI). Ces interventions ont été concentrées sur les périodes de forte évolution du taux de change du yen par rapport au dollar, principalement en 1995, 1999 et 2003-2004. Le MOF publie des informations sur ses interventions de change chaque mois (volume global) et chaque trimestre (indication des jours d'intervention, des devises et des montants concernés et du sens de chaque opération). Ces statistiques peuvent être consultées sur le site internet du MOF : <http://www.mof.go.jp/english/e1c021.htm>. Depuis le début de la dernière campagne d'interventions en 2003, les interventions de change ne sont plus annoncées à l'avance afin d'améliorer leur impact sur les marchés.

Dernière intervention de change pratiquée le 16 mars 2004

	2003	2004	2005 (1 ^{er} sem.)
Interventions de change	20.425	14.831	0
Réserves de change	673,5	844,5	843,5

Chiffres en milliards de yens
(cumul en fin de période)

Source : MOF

Sur un plan financier, le MOF dispose de larges moyens pour intervenir : il bénéficie d'une autorisation annuelle fixée par le Parlement dans la loi de finances pour émettre des titres d'Etat à court terme (*financing bills*). Elle avait été fixée à 140.000 milliards de yens pour l'année budgétaire 2004 et n'a finalement pas été utilisée. La dernière intervention de change japonaise remonte en effet au 16 mars 2004, peu avant la clôture de l'année budgétaire.

Le bilan économique des interventions de change japonaises n'est pas aisé à établir en raison de la publicité limitée donnée aux éléments comptables du compte spécial du MOF. Cela étant, on peut estimer que les moins-values sur les réserves de change composées d'actifs en dollars se sont réduites en 2005 en raison de la dépréciation du yen par rapport au dollar, à l'inverse de la tendance moyenne observée en 2003 et 2004. De plus, le différentiel de taux d'intérêt, qui

Le rendement net (hors plus ou moins values) des réserves de change est largement positif

s'avère de plus en plus favorable au Japon depuis la hausse graduelle mais significative des taux directeurs opérée par la FED (de 1% à 3,5% en un peu plus d'un an), procure un rendement net appréciable sur les bons du Trésor américain récemment acquis en renouvellement des lignes échues, alors que les taux d'intérêt à court terme japonais demeurent voisins de zéro et ne devraient pas être augmentés par la BOJ avant 2006 selon toute vraisemblance.

Gestion des réserves de change par un fonds budgétaire spécial géré par le MOF

■ La gestion des réserves de change relève de la responsabilité du MOF. La quasi-totalité des réserves (plus de 90%) est comptabilisée dans un fonds budgétaire spécial relevant du MOF : le *Foreign Exchange Fund Special Account* (FEFSA). Cette structure aux moyens réduits gère le portefeuille de réserves et les flux financiers afférents aux interventions de change avec l'appui technique de la banque centrale. La partie résiduelle des réserves de change japonaises est logée dans le bilan de la BOJ. Il s'agit des actifs en devises dont la banque centrale est propriétaire (4.576 milliards de yens au 31 juillet 2005) et qu'elle gère de façon indépendante, selon une stratégie plus moderne que le FEFSA mais néanmoins conservatrice. Le MOF publie des informations sur les réserves de change chaque mois, mais n'en rend pas publique la décomposition par devise ou par type instrument (hormis la répartition entre dépôts et titres), ni leur rendement. Ces statistiques peuvent être consultées sur le site internet du MOF : <http://www.mof.go.jp/english/e1c006.htm>. Il semble vraisemblable que la part en dollar des réserves de change japonaise soit largement majoritaire, voire parmi les plus élevées des pays d'Asie, dans la mesure où les interventions menées en 2003-2004 ont été presque exclusivement des ventes du yen contre dollar. Le Japon se situe au 1^{er} rang mondial par l'importance de ses réserves de change (839,4 milliards de dollars au 31 juillet 2005), dont le montant varie peu depuis la suspension des interventions de change observée depuis mars 2004. Les autres pays d'Asie poursuivent en revanche leur politique active d'intervention depuis lors et la Chine (hors Taiwan, qui vient au 3^e rang) pourrait prochainement rattraper le Japon dans cette « course » à l'accumulation de réserves de change, car elle continue de maintenir une parité étroite de sa devise par rapport au dollar même après avoir modifié son régime de change en juillet 2005.

839 milliards de dollars de réserves : 1^{er} rang mondial

Stratégie de change japonaise : lisser les fluctuations jugées excessives

■ La stratégie de change du Japon n'a pas fondamentalement changé depuis l'arrêt de ses interventions de change. Le MOF a eu l'occasion de réaffirmer que les objectifs de la politique de change japonaise consistent, non pas à défendre une parité fixe du yen par rapport au dollar, ni à dévaloriser le yen à tout prix, mais plutôt à lisser les fluctuations jugées excessives de cette parité, notamment lorsqu'elles sont alimentées par des mouvements considérés comme spéculatifs. Les autorités japonaises surveillent essentiellement la parité dollar-yen, compte tenu des liens financiers étroits entre les deux pays. En 2003-2004, il s'est agi en pratique de retarder l'appréciation du yen par rapport au dollar, afin de donner davantage de temps aux entreprises exportatrices pour s'adapter et préserver leur rentabilité dans un contexte économique encore incertain au Japon à cette période (reprise récente de la croissance et déflation).

Les interventions japonaises étaient motivées par les pressions haussières liées à la dépréciation générale du dollar et au retour des investisseurs étrangers sur les marchés financiers japonais qui ont marqué cette période. Cette pression avait été accentuée après les déclarations des pays du G7 à l'issue du sommet de Dubai, critiques à l'égard des interférences opposées au libre jeu des marchés des changes. Depuis lors, la pression est retombée en raison de plusieurs facteurs (reprise de la croissance américaine, placements financiers japonais à l'étranger, arrêt de l'appréciation de l'euro, etc.) et l'attention s'est focalisée sur la politique de change chinoise.

Le Japon n'a pas décidé de renoncer aux interventions de change

Cela étant, le MOF se tient prêt à intervenir de nouveau quand il l'estimera nécessaire et l'a rappelé dernièrement à l'occasion de la réévaluation du yuan, dans l'hypothèse où le yen aurait été entraîné à la hausse contre le dollar, ce qui ne s'est pas produit malgré les anticipations des analystes.

Pas de diversification annoncée des réserves de change japonaises

Par ailleurs, s'agissant de la question de la diversification des réserves de change, dont l'acuité est quelque peu retombée depuis le repli général de l'euro à partir de juin 2005 mais qui avait suscité en début d'année un débat dont les enjeux étaient à la hauteur de l'importance des réserves de change en Asie, le Japon a indiqué officiellement qu'il n'entendait pas modifier la décomposition par devise de ses réserves de change, en arbitrando notamment en faveur de l'euro. Pour la première fois, en avril 2005, le MOF a même publié un communiqué formalisant les principes généraux de sa politique de change et du fonctionnement du FEFSA, afin de dissiper les spéculations des marchés financiers sur un tel arbitrage. Ce document peut-être consulté sur le site internet du MOF à partir du lien suivant : http://www.mof.go.jp/english/ifa/gaitametokkai_050404.htm.

Le mouvement d'appréciation du yen par rapport au dollar s'est estompé en 2005 en dépit de la reprise de la croissance japonaise

■ Par rapport au dollar, le yen s'est apprécié de 4,5% du 1^{er} janvier au 31 décembre 2004 (respectivement 107,45 et 102,63 yens pour un dollar), puis s'est déprécié de 9,6% au cours des sept premiers mois de l'année 2005 (112,50 yens pour un dollar le 31 juillet 2005) :

Tendance 2005 à la dépréciation du yen par rapport au dollar :

	2003	2004	2005 (1 ^{er} sem.)
Taux de change effectif réel	123,3	119,5	116,3
Taux de change moyen dollar-yen	107,2	102,6	106,1
Taux de change moyen euro-yen	135,0	139,1	136,2

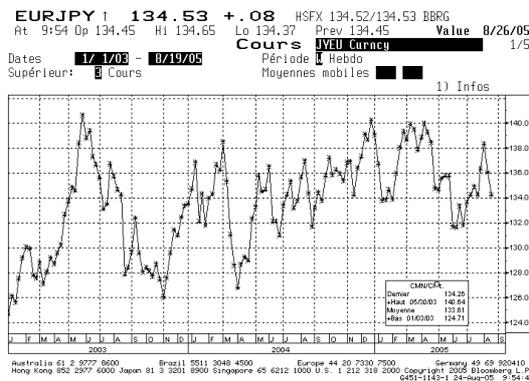
Source : Bloomberg

Moyennes annuelles et semestrielle



Source : Bloomberg (moyennes hebdomadaires)

■ Par rapport à l'euro, le yen s'est déprécié de 3,2% du 1^{er} janvier au 31 décembre 2004 (respectivement 134,82 et 139,10 yens pour un euro), puis s'est apprécié de 2% au cours des sept premiers mois de l'année 2005 (136,37 yens pour un euro le 31 juillet 2005) :



Source : Bloomberg (moyennes hebdomadaires)

Diminution du TCER du yen

■ Le taux de change effectif réel (TCER) du yen (calculé en tenant compte du poids des devises dans les échanges du Japon) fait apparaître une amélioration quasi-continue des conditions de change pour le Japon depuis le début de l'année 2000. Le TCER a diminué de 3,3% en 2004, puis de 5,9% sur les sept premiers mois de l'année 2005 (respectivement 123,6, 119,5 et 112,4 en

janvier 2004, décembre 2004 et juillet 2005) :



Source : Bloomberg (moyennes mensuelles)

Le yen bénéficie d'un rééquilibrage mondial des pressions sur les différentes devises

■ Les facteurs explicatifs des variations de change sont complexes. En 2004 et 2005, le cours de change du yen a été influencé notamment par l'évolution de la parité euro-dollar. La dépréciation significative du yen par rapport au dollar observée depuis début 2005 tient notamment aux bons indicateurs de croissance aux Etats-Unis, à la hausse des taux d'intérêt de court terme américains et à l'expectative des marchés concernant la croissance japonaise avant que la reprise soit confirmée. L'évolution des flux financiers a pu également avoir un impact, dans la mesure où les investisseurs japonais orientent progressivement une partie de leur épargne vers les placements en devises, plus rémunérateurs que les obligations de l'Etat japonais et les dépôts bancaires, ce phénomène s'étant accéléré depuis la réforme du système de garantie des dépôts le 1^{er} avril 2005. La bonne santé de l'économie japonaise, confirmée par les indicateurs de la croissance du PIB des deux premiers trimestres 2005, ne s'est pas encore traduite par une nouvelle appréciation marquée du yen.

L'économie japonaise bénéficie de la parité actuelle du yen

■ Les entreprises exportatrices japonaises avaient souffert au cours de l'année budgétaire 2003 (achevée le 31 mars 2004) de l'appréciation rapide du yen au-delà de la parité servant de base à leurs estimations de résultats. Pour autant, en partie grâce aux interventions de change, elles ont été en mesure de se restructurer et ont pu dégager globalement des bénéfices record cette année-là, puis à nouveau en 2004, apaisant les inquiétudes liées au taux de change. De fait, la parité actuelle du yen par rapport au dollar, revenue à son niveau de l'automne 2003 (environ 110 yens pour un dollar), constitue plutôt un paramètre favorable pour l'économie japonaise en 2005.

Pas d'incidence sur le yen de la réévaluation modérée du yuan

■ La réforme du régime de change chinois intervenue le 21 juillet 2005 (réévaluation de 2,1% et arrimage à un panier de monnaies avec une bande de fluctuation étroite) n'a pas eu d'effet significatif sur le cours du yen et, selon les experts, ne devrait avoir qu'un impact marginal sur l'économie japonaise, en raison de la faible ampleur de cette réévaluation.

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse de la Mission Economique (adresser les demandes à tokyo@missioneco.org).

Clause de non-responsabilité

La ME s'efforce de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette publication qui ne vise pas à délivrer des conseils personnalisés qui supposent l'étude et l'analyse de cas particuliers.



Auteur :

Mission Economique de Tokyo
Adresse : Masonic 39 Mori Bldg., 12F., 2-4-5 Azabudai, Minato-ku, Tokyo 106-0041, JAPON
Rédigé par : Alexis BOHER, conseiller financier
Revu par : Gaku KAWABE, conseiller économique
Réf. : 165/AB

Date de parution :

Version originale du 10 octobre 2003
Version n° 3 du 24 août 2005