Perspectives 2007-2008. Japon : fausse sortie de déflation

Danielle Schweisguth

▶ **To cite this version:**

Danielle Schweisguth. Perspectives 2007-2008. Japon : fausse sortie de déflation. Revue de l'OFCE, 2007, 101, pp.102-105. hal-01021557

HAL Id: hal-01021557

https://sciencespo.hal.science/hal-01021557

Submitted on 9 Jul 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Danielle Schweisguth

Japon : fausse sortie de déflation ?

Les dernières révisions du PIB japonais donnent une vision moins favorable des performances récentes de l'économie japonaise. La croissance du PIB s'est établie à 1,9 % en 2005 et de 2,2 % en 2006 selon les dernières estimations (tableau). Elle était auparavant évaluée à 2,6 % en 2005 et attendue à 2,8 % en 2006 selon nos dernières prévisions. La correction est due en grande partie à une révision à la hausse du déflateur de la consommation, qui pénalise les volumes mais laisse quasiment inchangées les valeurs. L'économie a connu une fin d'année 2006 en dents de scie. Les chiffres du troisième trimestre ont inquiété l'ensemble des commentateurs car la consommation a reculé de – 1,1 % par rapport au deuxième trimestre. L'évolution du PIB n'a été positive de 0,1 % que grâce à une contribution élevée du commerce extérieur et des stocks. Mais l'économie est repartie de plus belle au quatrième trimestre avec 1,3 % en rythme trimestriel. Nous anticipons une croissance légèrement supérieure à celle de 2006 pour les deux prochaines années (2,3 % en 2007 puis 2,5 % en 2008) grâce à la poursuite du cycle d'investissements privés et à une consommation qui redeviendrait dynamique en 2008 après une année 2007 plutôt morose.

Une année 2006 en dents de scie…

L'année 2006 aura été marquée par de bonnes performances de l'investissement privé et du commerce extérieur, mais par une déception sur la vigueur de la consommation des ménages. Si l'emploi salarié marchand a progressé de 1,6 % en moyenne en 2006 permettant la décrue du chômage, les rémunérations n'ont pas suivi. Les salaires nominaux n'ont progressé que de 0,2 %, soit une stagnation en termes réels, et ont fini l'année en baisse de 0,6 % sur douze mois. La consommation, attendue à 1,8 %, n'aura progressé que de 0,9 % sur l'année. Le profil a été très heurté avec une mauvaise surprise au troisième trimestre (– 1,1 %) liée à la fois à une baisse du revenu disponible brut (RDB) en termes réel et à une brusque hausse du taux d'épargne. Mais cette hausse ne fut que passagère et la consommation repartait au quatrième trimestre (+ 1 %) malgré une nouvelle baisse du RDB. L'évolution récente des salaires ne nous rend guère optimistes sur les perspectives de croissance de la consommation, qui sera privée en 2007 du soutien de l'emploi. Les nombreux départs en retraite de la génération du baby-boom entraîneront un recul de la population active qui sera tout juste compensé par la baisse du chômage.

Comme en 2005, l'investissement productif privé aura été le poste le plus dynamique avec une contribution à la croissance de 1,2 point, soit plus du double de celle de la consommation privée (0,5 point). Des profits en hausse de près de 10 % sur l'année et une reprise du crédit après huit années de baisse ont soutenu la demande d'investissements. Cette demande devrait par ailleurs rester forte car les débouchés sont au rendez-vous. L'indice de la production industriel a progressé de 4,2 % sur l'année contre 1,5 % en 2005, et ce notamment grâce au dynamisme des exportations vers la Chine qui se sont envolées de 22 %. Pour répondre à la demande, les entreprises ont fait tourner à plein régime les capacités de production, leur taux d'utilisation grimpant à son plus haut niveau depuis janvier 1992. L'enquête Tankan sur les débouchés est restée bien orientée tout au long de l'année 2006, confortant

notre optimisme pour 2007. Par ailleurs, l'investissement logement est reparti fin 2006 alors que le prix de l'immobilier urbain augmentait de 8 % en glissement annuel au troisième trimestre après quinze années de baisse.

Poursuivant les efforts budgétaires afin de revenir à l'équilibre du solde primaire à l'horizon 2011 (c'est-à-dire un budget équilibré hors remboursement des intérêts de la dette), le gouvernement a mené une politique budgétaire restrictive pour la quatrième année consécutive. L'impulsion budgétaire a été cependant moins négative qu'en 2005, le Premier ministre Shinzo Abe préférant mettre l'accent sur la croissance pour améliorer les comptes publics, contrastant avec la cure d'austérité de son prédécesseur Junichiro Koizumi. Des recettes d'impôts sur les sociétés plus importantes que prévues ont aidé à ramener le déficit de 5,2 % à 4,6 % du PIB. Mais l'encours de dette s'est encore dégradé en 2006 atteignant 176 % du PIB. Avec une inflation quasi nulle il faudrait un déficit public inférieur à 2,5 % du PIB pour stabiliser la dette. L'état des finances publiques du pays ne laisse donc que peu de marges de manœuvre budgétaires et l'on s'attend à des impulsions négatives en 2007 et 2008.

. . . sauvée par le commerce extérieur

Une fois de plus, le dynamisme du commerce extérieur japonais aura permis de soutenir la croissance en 2006, apportant une contribution de 0,8 point. Le taux de change effectif réel du yen a encore perdu 6 % l'an dernier, ce qui porte à 31 % sa dépréciation cumulée depuis 2000. Ce mouvement profite aux exportateurs japonais sur les marchés où la concurrence est rude. Par exemple, les exportations de véhicules se sont très bien comportées en 2006, les japonais prenant des parts de marché aux coréens qui ont pâtit d'une appréciation du won vis-à-vis du yen de 30 % en deux ans. Ainsi les ventes de voitures en direction des États-Unis ont bondi de 36 % en volume, les modèles à faible consommation de carburant étant très prisés.

L'une des questions qui se pose à l'horizon 2008 est celle du taux de change du yen. Ses évolutions sont actuellement déconnectées des fondamentaux et déterminées par les mouvements de capitaux. Avec une balance courante structurellement excédentaire, le Japon devrait en effet voir sa monnaie s'apprécier. Cependant, les taux d'intérêt japonais étant parmi les plus faibles au monde — l'écart de taux à trois mois atteignant 4,5 points avec les Etats-Unis et 5 points avec le Royaume-Uni — les emprunts en yen sont très recherchés par les investisseurs internationaux. Le poste « autres investissement » du compte de capital de la balance des paiements indique que 177 milliards de dollars de capitaux spéculatifs sont sortis du Japon en 2006, contre 62 milliards en 2005, à la recherche de placements plus attractifs. Les investisseurs placent les sommes empruntées en obligations ou en actifs risqués comme les actions ou les contrats *future*. C'est ce phénomène, connu sous le nom de yen *carry trade*, qui est responsable de la chute du yen, mais également de sa récente appréciation de 4 % suite au mini-krach boursier à Shanghai le 26 février 2007. Selon notre prévision, l'écart de taux entre le Japon et l'Europe ou les Etats-Unis devrait persister en 2007 (plus de 4 points avec les Etats-Unis et près de 5 points avec le Royaume-Uni) favorisant ces pratiques. Cet écart diminuerait en 2008 pour finir à 3 points avec les États-Unis et 3,5 points avec le Royaume-Uni, permettant au yen de s'apprécier jusqu'à 110 yen pour un dollar fin 2008 (contre 119 en moyenne au premier trimestre 2007).

L'année 2007 : le retour du démon ?

L'année 2006 fut celle de la sortie de la déflation pour le Japon. Les prix, mesurés par le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation hors produits frais, sont enfin repartis à la hausse en mai 2006 après avoir constamment baissé depuis 1998. De mai à décembre 2006, ils ont progressé entre 0,2 % et 0,3 % mais sont revenus à zéro en janvier 2007. Avec l'effet de base dû à la baisse des prix du pétrole, ils devraient s'inscrire de nouveau en territoire négatif (entre – 0,1 % et – 0,3 %) jusqu'en novembre 2007. Même si cette déflation, exclusivement liée aux prix de l'énergie, n'a pas les mêmes causes que la précédente, elle risque de jeter une ombre au tableau en rappelant les démons du passé. En particulier, les négociations salariales risquent d'être perturbées par ce contexte de baisse des prix. Nous anticipons pour 2007 une consommation des ménages atone (+ 0,6 en moyenne annuelle) ne bénéficiant du soutien ni du revenu ni de l'emploi. En 2008, la décrue du chômage en dessous du NAIRU et une nouvelle sortie de la déflation finiraient par exercer une pression à la hausse sur les salaires. La consommation repartirait donc à un rythme de 0,5 % par trimestre.

Le cycle d'investissement se poursuivrait jusqu'à fin 2008, les tensions sur les capacités étant élevées et les commandes de machines soutenues. Le taux d'investissement plafonnerait autour de 18 % du PIB fin 2008, retrouvant son niveau d'avant 1990. Les débouchés seraient plus dynamiques à l'exportation que vers le marché intérieur. Le ralentissement de l'économie américaine en 2007 serait en grande partie compensé par le dynamisme des importations chinoises et des pays d'Asie en développement rapide. La demande adressée au Japon augmenterait de 9,4 % en 2007 et 10 % en 2008 après avoir progressé de 9,9 % en 2006. Le commerce extérieur continuerait donc de tirer fortement la croissance japonaise, contribuant pour 0,8 point de PIB en 2007 et 0,7 en 2008. Le yen ne s'apprécierait que d'environ 8 % par rapport au dollar, se maintenant à un niveau de parité favorable aux exportations japonaises.

La politique monétaire resterait accommodante en 2007. Dans un contexte de baisse des prix, on imagine mal comment la Banque du Japon pourrait justifier la poursuite du mouvement de « normalisation » de la politique monétaire. Cependant, nous pensons qu'elle hésitera à revenir à une politique de taux zéro pour plusieurs raisons : la baisse des prix ne devrait être que temporaire ; une baisse des taux d'intérêt encouragerait le *yen carry trade*, pratique qui commence à inquiéter les dirigeants japonais ; et enfin le signal envoyé serait celui d'un retour en arrière, risquant d'entamer la confiance des agents. La première hausse des taux n'interviendrait donc qu'au deuxième trimestre 2008, une fois les craintes déflationnistes évacuées.

Quant à la politique budgétaire, elle continuerait de peser sur la croissance, qui aurait pu atteindre 3 % avec une impulsion neutre. La perspective des élections au Sénat en juillet 2007 retarderait les prises de décisions jugées impopulaires. La hausse de la TVA pourrait cependant être discutée dès l'automne et entrer en vigueur en 2009.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2006				2007				2008				2005	2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,7	0,3	0,1	1,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	1,9	2,2	2,3	2,5
Consommation des ménages	0,0	0,5	– 1,1	1,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	1,5	0,9	0,6	1,4
Consommation publique	– 0,2	0,7	0,7	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	0,3	1,4	1,2
FBCF totale	2,0	0,5	– 0,2	3,1	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	2,4	3,5	4,9	3,8
Dont																
Productive privée	3,6	3,2	1,1	3,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,5	1,5	1,3	1,3	6,6	7,7	8,4	6,4
Logement	0,9	– 2,1	– 0,1	2,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	– 1,3	1,0	1,8	1,2
Publique	– 1,9	– 6,2	– 4,8	3,7	– 2,0	– 2,0	– 2,0	– 1,5	– 1,5	– 1,5	– 1,0	– 1,0	– 6,3	– 7,6	– 6,1	– 5,9
Exportations de biens et services	2,3	0,6	2,4	0,6	2,3	2,3	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,5	6,9	9,6	7,8	10,0
Importations de biens et services	2,0	1,4	– 0,5	– 0,2	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1	2,1	2,1	5,8	4,6	3,4	7,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,5	– 0,5	1,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	1,4	1,7	1,9
Variations de stocks	0,2	– 0,2	0,2	– 0,1	– 0,1	– 0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	– 0,1	0,1	– 0,2	0,0
Commerce extérieur	0,1	– 0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,8	0,8	0,7
Prix à la consommation *	0,0	0,0	0,2	0,1	– 0,1	– 0,2	– 0,3	– 0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	– 0,5	0,1	– 0,2	0,3
Taux de chômage, au sens du BIT	4,2	4,1	4,1	4,0	4,1	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,5	4,4	4,1	3,9	3,6
Solde courant, en points de PIB	4,0	3,4	3,7	4,6	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	3,7	3,9	4,2	4,3
Solde public, en points de PIB													– 5,2	– 4,6	– 4,0	– 3,6
Impulsion budgétaire													– 0,9	– 0,4	– 0,6	– 0,4
PIB zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	1,5	2,8	2,6	2,7

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office (comptes publiés le 12 septembre 2006) ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE avril 2007.