

## Japon : sur le fil du rasoir

La croissance japonaise est en suspens. Des vents favorables avaient soufflé sur l'Archipel depuis l'ère Koizumi, portant la croissance jusqu'à 2,7 % en 2004. L'économie a ralenti depuis, mais la croissance s'est maintenue au-dessus de 2 % jusqu'en 2007. Pourtant, après quatre années de croissance supérieure au potentiel et malgré le recul du chômage, le pouvoir d'achat des salariés diminue. Les salaires nominaux sont orientés à la baisse et la part des emplois précaires continue d'augmenter. La consommation des ménages n'a pas pris le relais de la croissance et la dépendance aux exportations s'est accrue. Alors que la première économie mondiale frôle la récession, la situation est critique pour le Japon qui souffre d'une grave crise de confiance liée à la hausse du coût des matières premières et de l'énergie, à l'appréciation du yen et à la dégringolade du marché boursier. Le principal soutien à l'économie japonaise à l'horizon 2009 résidera dans le dynamisme des pays émergents d'Asie, qui devraient mieux résister qu'en 2001 au ralentissement américain grâce à une meilleure intégration régionale et à la vitalité de leurs marchés intérieurs.

Nos prévisions ont été revues à la baisse depuis celles d'automne 2007 et nous tablons désormais sur une croissance de 1,6 % en 2008 et 1,9 % en 2009. Ce scénario se base sur l'hypothèse d'un baril de pétrole stabilisé autour de 100 dollars, d'un yen qui cesse de s'apprécier face au dollar et d'une croissance dynamique dans la zone Asie, le tout permettant d'éviter un retournement brutal du cycle d'investissement. Autant dire que les principaux risques sont orientés à la baisse, avec en premier lieu celui d'une compétitivité très dégradée qui pèserait d'avantage sur les exportations.

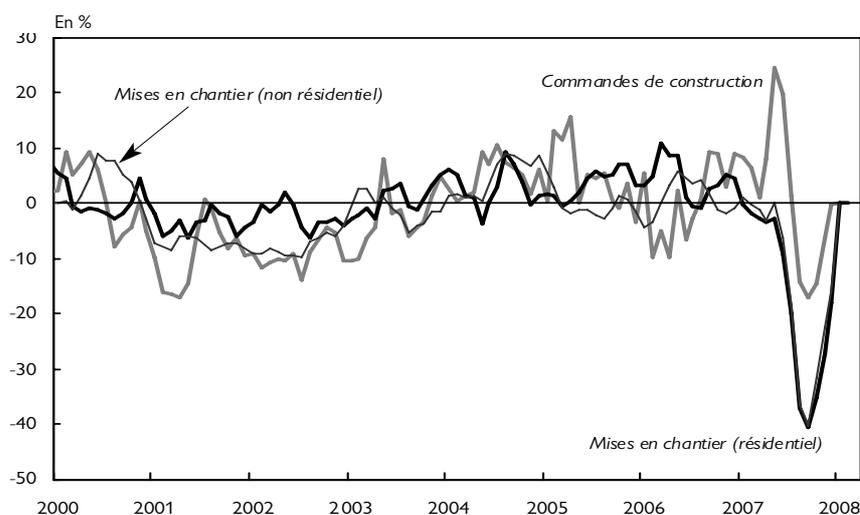
### Le commerce extérieur reste le premier moteur de croissance...

Les résultats de la dernière enquête du ministère des Finances sur les profits des entreprises sont symptomatiques des difficultés que rencontrent actuellement les industriels japonais. La hausse du prix du pétrole augmente les coûts de production tandis que l'appréciation du yen réduit le chiffre d'affaire des entreprises exportatrices dont les prix sont libellés en dollars. Les sociétés qui n'ont pas un pouvoir de marché suffisant pour augmenter leurs prix de vente sont contraintes de comprimer leurs marges. Ainsi les profits, qui avaient atteint des niveaux record en 2007, commencent à baisser : - 4,5 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2007. Alors que la distribution de crédit a ralenti en 2007, l'autofinancement est un vecteur important de l'investissement. Par ailleurs, l'incertitude sur les conséquences de la crise des *subprime* sur l'économie mondiale ne crée pas un climat très propice à l'investissement. Cependant, les derniers indicateurs sont rassurants : les commandes de machines ont rebondi début 2008 après un trou d'air en 2007 et les tensions sur les capacités de production sont au plus haut depuis 1992. Car si la demande en provenance des États-Unis s'est tarie, les exportations japonaises restent dynamiques : + 8,7 % en glissement annuel en février 2008 en valeur, contre 11,5 % en moyenne en 2007. Nous anticipons un ralentissement du rythme de progression de l'investissement productif conduisant à une stabilisation du taux d'investissement à 16 % du PIB. Par ailleurs, la chute vertigineuse de l'investissement logement en 2007 (- 21% en glissement annuel en fin d'année) semble avoir pris fin. Le durcissement des normes de

## JAPON: SUR LE FIL DU RASOIR ■

sécurité parasismiques en juin 2007 a conduit à d'importants retards dans la délivrance des permis de construire, bloquant la construction de nouveaux logements. Ainsi les mises en chantier chutaient de 40 % en glissement annuel en septembre 2007 (graphique) ! Mais elles ont rebondi depuis pour revenir à 18 % en-dessous du niveau atteint fin 2006. Nous anticipons donc un rebond de l'investissement logement qui devrait retrouver fin 2009 un niveau proche de celui atteint en 2006. Il contribuerait ainsi à près de 0,6 point de PIB en cumulé sur 2008 et 2009, soit autant que l'investissement productif.

## Mises en chantier et commandes de construction



Source : Ministry of construction, Japan.

Selon nos prévisions, la demande adressée au Japon devrait rester assez dynamique en 2008 (+ 1,5 % en moyenne par trimestre) et accélérer en 2009. L'Asie émergente est en plein *boom* et devrait bien résister au ralentissement américain grâce au dynamisme de la demande intérieure des marchés chinois et indien en particulier. Par ailleurs, la dépendance commerciale du Japon vis-à-vis des États-Unis ne cesse de diminuer : ceux-ci n'absorbent plus que 20 % des exportations japonaises contre 30 % en 2000. L'ensemble Chine/Hong Kong est devenu fin 2007 le premier client pour les exportations japonaises, elles représentent 21 % d'entre elles contre 11 % en 2000. Plus de 45 % des exportations japonaises sont aujourd'hui destinées à l'Asie orientale, et seulement 15 % à l'Union européenne. La baisse déjà constatée des importations américaines aura donc un impact moins important qu'en 2001 sur l'économie japonaise. L'autre facteur d'inquiétude pour le commerce extérieur japonais est la chute du dollar, qui est passé sous la barre symbolique des 100 yens pour la première fois depuis 1995. Les constructeurs automobiles japonais anticipent une baisse de 13 % de leurs profits si le dollar se maintient autour de 100 yens, et de 20 % à 95 yens. Mais la chute du dollar étant un phénomène généralisé, le yen ne s'est apprécié que de 10 % en taux de change effectif, retrouvant son niveau de la mi-2006. Les pertes de parts de marché du Japon seraient donc limitées, et le commerce extérieur contribuerait encore à 1 point de PIB en 2008 (avec un fort effet d'acquis) et 0,8 en 2009.

### ... tandis que la consommation des ménages est à la peine

Alors que les entreprises peinent à préserver leurs marges, les ménages sont également touchés par la hausse des prix du pétrole et voient leur pouvoir d'achat se dégrader. Les salaires nominaux stagnent pour des raisons structurelles : les générations du *baby-boom* partant à la retraite sont remplacées par des jeunes moins bien rémunérés, la part des emplois précaires ne cesse d'augmenter et les plus de 65 ans, qui ont désormais le droit de travailler, sont réembauchés à des salaires bas. Qui plus est, la conjoncture actuelle va rendre délicates les négociations salariales du printemps : alors que le climat des affaires se dégrade et que les profits diminuent, les entreprises vont chercher à minimiser leurs coûts de production en comprimant la masse salariale. Cette absence de boucle-prix salaire sera rendue possible par la baisse des tensions sur le marché du travail : le taux de chômage se stabilise tandis que le ratio d'offres sur demandes d'emploi est repassé sous la barre des 1, indiquant un excès d'offre de travail. Par ailleurs, la chute du Nikkei va engendrer un effet richesse négatif et l'effondrement de l'indice de confiance des consommateurs ne plaide pas en faveur d'une baisse du taux d'épargne. On ne voit donc pas très bien ce qui pourrait soutenir la consommation des ménages à l'horizon 2009. Celle-ci devrait rester atone et ne contribuerait à la croissance qu'à hauteur de 0,5 point de PIB en 2008 et 0,6 en 2009.

Enfin, les marges de manœuvre de la politique économique sont très limitées au Japon. Même si l'économie ralentissait plus que prévu, les taux d'intérêt sont à un niveau tellement bas (0,5 %) qu'un assouplissement de la politique monétaire est quasi impossible, sauf à revenir en situation de trappe à liquidité. Quant à la politique budgétaire, elle est plus que jamais contrainte par l'objectif de retour à l'équilibre du solde primaire en 2011. La dette publique continue d'augmenter et atteint 180 % du PIB. En outre, le Japon traverse une nouvelle crise politique depuis la démission de Shinzo Abe. Le parti d'opposition contrôlant la chambre haute, le gouvernement a toutes les peines du monde à faire passer les lois et aucune réforme d'envergure ne peut être envisagée à brève échéance.

En conclusion, si les perspectives s'assombrissent, la situation du Japon n'est pour autant pas catastrophique. Après de longues années d'efforts de désendettement, la situation financière des entreprises est saine. Si les marges seront comprimées par la hausse du coût des intrants et la chute du dollar, tous les moteurs de croissance ne s'arrêteront pas brusquement grâce au dynamisme asiatique. Par ailleurs les banques japonaises sont moins touchées par la crise des *subprime* que leurs homologues européennes grâce à la mise en œuvre prématurée des normes comptables de « Bâle II » (1<sup>er</sup> janvier 2007 contre 2008 ailleurs). Les principaux risques seraient une chute non contrôlée du dollar, une récession aux États-Unis qui dégraderait sensiblement la conjoncture en Asie, ou une crise financière généralisée qui bloquerait l'investissement au niveau mondial.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2007				2008				2009				2006		2007		2008		2009	
	T1	T2	T3	T4																
PIB	0,9	-0,4	0,3	0,9	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	2,4	2,0	1,6	1,9
Consommation des ménages	0,6	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	2,0	1,5	0,8	1,1
Consommation publique	0,2	0,3	0,1	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,8	1,3	0,8
FBCF totale	0,4	-2,5	-1,0	0,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	1,3	-0,4	0,6	2,1
Dont :																				
Productive privée	-0,5	-1,6	0,9	2,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	4,3	2,1	2,8	2,0
Logement	-1,3	-4,4	-8,3	-9,3	4,0	4,0	3,0	3,0	2,0	2,0	1,0	1,0	2,0	2,0	1,0	1,0	0,9	-9,3	-3,9	9,2
Publique	5,2	-4,1	-1,9	-0,4	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-8,5	-2,2	-4,3	-3,2
Exportations de biens et services	3,5	1,1	2,9	3,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9	2,0	2,0	2,0	9,7	8,8	7,8	7,3
Importations de biens et services	1,0	0,5	-0,1	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	4,2	1,7	2,4	3,8
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,3	0,2
Contributions																				
Demande intérieure hors stocks	0,5	-0,4	-0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,3	0,9	0,8	1,2
Variations de stocks	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,2	-0,1
Commerce extérieur	0,4	0,1	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,9	1,1	1,0	0,8
Prix à la consommation	-0,1	-0,1	-0,1	0,5	0,9	0,9	0,9	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,8	0,3
Taux de chômage, au sens du BIT	4,0	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	4,1	3,9	3,7	3,7
Solde courant, en points de PIB	4,6	5,0	4,9	5,0	4,9	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	3,9	4,9	4,7	4,5
Solde public, en points de PIB																	-4,3	-3,4	-3,2	-3,4
Impulsion budgétaire																	-0,1	-0,8	-0,2	0,1
PIB zone euro	0,7	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	2,9	2,6	2,0	2,2

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

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office ; Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE, avril 2008.