

JAPON : ABENOMICS OU LE RETOUR DU POLICY-MIX EXPANSIONNISTE

Bruno Ducoudré

Département analyse et prévision

Après une année 2012 moins bonne que prévue (+2,0 % de croissance contre +2,4 % prévu en octobre 2012), l'année 2013 sera marquée par un *policy-mix* dont l'objectif principal est un retour de la croissance associé à une sortie rapide de la déflation, avant la hausse de 3 points de la TVA qui devrait intervenir en avril 2014 si la croissance est au rendez-vous.

Ce *policy-mix*, aussi dénommé « Abenomics », en référence au nouveau premier ministre, leader du Parti libéral démocrate sorti vainqueur en décembre 2012 des élections législatives à la Chambre basse, s'appuie en premier lieu sur une politique budgétaire expansionniste, concrétisée par un plan de relance sur quinze mois d'un montant équivalent à 2 points de PIB.

Le deuxième pilier consiste en une reprise en main de la politique monétaire. Dans la foulée du relèvement de la cible d'inflation de la Banque centrale japonaise, l'ancien gouverneur, Maasaki Shirakawa, a été remplacé par Haruhiko Kuroda, qui a plaidé pour un assouplissement important de la politique monétaire et une dépréciation du taux de change.

Le troisième pilier comporte des politiques actives de croissance, comprenant entre autres des mesures de réduction des inégalités et d'incitations pour les entreprises à investir et à augmenter les salaires.

Le gouvernement a annoncé une mise en œuvre rapide de ces mesures, afin de stimuler la croissance avant les prochaines élections de juillet 2013 et créer les conditions nécessaires à la hausse de la TVA en 2014. La croissance accélérerait en 2013 pour atteindre 2,3 % en glissement annuel au quatrième trimestre, ce

qui refermerait temporairement l'écart de production. Compte tenu des effets d'acquis, le PIB augmenterait de 1,0 % en moyenne annuelle. En l'absence de nouvelles mesures de soutien à l'activité, et compte tenu de la hausse de TVA, l'activité ralentirait sensiblement en 2014, le PIB augmentant de 0,7 % en moyenne annuelle.

Effondrement des exportations et de l'investissement au deuxième semestre 2012

L'économie japonaise sort d'une deuxième récession en deux ans. Les trois derniers trimestres de l'année 2012 ont été marqués par un repli du PIB, notamment au troisième trimestre (-1 % en variation trimestrielle) suivi d'une stagnation au quatrième trimestre. La fin de la prime à l'achat de véhicules écologiques s'est répercutée sur la consommation (-0,5 % au troisième trimestre). Les exportations ont aussi chuté de 5,1 % du fait du ralentissement du commerce mondial : au troisième trimestre elles ont baissé en valeur quel que soit le partenaire commercial. La baisse a principalement touché les exportations vers l'Asie (Chine comprise), l'Amérique (États-Unis et Amérique Latine) et l'Union européenne. La baisse de la production industrielle et le ralentissement des commandes publiques se sont traduites par une chute du taux d'utilisation des capacités de production, ce qui a contribué à la baisse de l'investissement productif privé au troisième trimestre (-3,3 % en variation trimestrielle), baisse qui s'est poursuivie au quatrième trimestre.

Le rebond de la consommation privée soutenue par la baisse du taux de chômage, l'accélération de l'investissement logement ainsi que la hausse des dépenses publiques ont en revanche contribué à éviter un deuxième trimestre consécutif très négatif, puisque le PIB est resté stable au quatrième trimestre. Les exportations ont à nouveau reculé, pénalisées par les tensions diplomatiques entre la Chine et le Japon à propos des îles Senkaku/Diaoyu, conflit qui a conduit à un boycott des produits japonais et à la fermeture d'usines japonaises sur le territoire chinois.

Politique budgétaire : « go-and-stop »

À son arrivée au pouvoir, le nouveau gouvernement a mis en œuvre un plan budgétaire sur 15 mois, composé d'un budget pour l'année fiscale 2013 en hausse de 3,4 % pour son volant de

dépenses primaires, ainsi qu'un plan de relance additionnel de 2 point de PIB sur le budget de l'année fiscale 2012. Côté recettes fiscales, les impôts et taxes augmenteraient de 3,7 %. Une partie des dépenses additionnelles s'étalant sur l'année 2014, nous estimons l'impulsion budgétaire pour l'année 2013 à 1,9 point de PIB (tableau 1).

Pour 2014, la hausse du taux de TVA a été votée par le Parlement, mais celui-ci a laissé une marge d'appréciation au gouvernement pour sa mise en œuvre : le texte de loi rappelle l'objectif de croissance du PIB de 2 % sur la période 2011-2020, combiné à un objectif de croissance nominale de 3 %, ce qui laisse théoriquement une marge de manœuvre au gouvernement pour différer la hausse de TVA. Cependant, dans le passé, de telles dispositions existaient déjà et n'ont jamais été mobilisées. La hausse de 3 points de la TVA rapporterait 1,2 point de PIB de recettes fiscales additionnelles. Dès lors, la fin du plan de relance impliquerait une impulsion budgétaire négative de l'ordre de 1,7 point en 2014 s'ajoutant à l'impulsion négative liée à la hausse du taux de TVA. Compte tenu de l'objectif du gouvernement de sortir de la déflation, nous avons fait l'hypothèse que le plan voté en 2013 serait pérennisé en 2014. L'impulsion retenue pour 2014 s'élève donc à -1,3 point de PIB.

Tableau 1. Composition de l'impulsion budgétaire (% du PIB)

	2013	2014
Dépenses publiques	2,5	-1,9
Impôts et taxes	-0,4	-1,3
Report sur 2014	-0,2	0,2
Pérennisation du plan additionnel de 2012 en 2014		1,7
Impulsion budgétaire totale	1,9	-1,3
Multiplicateur	0,5	0,5
Effet sur la croissance	0,9	-0,6

Source : prévision OFCE avril 2013.

Avec un multiplicateur budgétaire estimé à 0,5, l'effet des impulsions budgétaires internes sur la croissance s'élèvera à +0,9 point en 2013 et -0,6 point en 2014. Les politiques de consolidation budgétaire poursuivies par les partenaires commerciaux du Japon amputeront la croissance à hauteur de 0,3 point de PIB en

2013 et en 2014 (tableau 2). L'anticipation de hausse de la TVA aura un faible effet positif sur la croissance en 2013, qui s'annulera en 2014. L'économie japonaise croîtra à un rythme trimestriel moyen de 0,6 % en 2013 et -0,1 % en 2014.

Tableau 2. Décomposition des prévisions de croissance

	2013	2014
Reprise spontanée	1,6	0,7
Effet total des politiques budgétaires sur la croissance	0,6	-0,9
<i>politique budgétaire interne</i>	0,9	-0,6
<i>politique budgétaire des partenaires</i>	-0,3	-0,3
Autres raisons	0,1	-0,1
Croissance du PIB en glissement au quatrième trimestre	2,3	-0,3
Croissance du PIB en moyenne annuelle	0,8	0,7

Source : prévision OFCE avril 2013.

La demande intérieure soutenue par le *policy-mix* expansionniste en 2013

Le *policy-mix* expansionniste engagé par le gouvernement doit enclencher un cercle vertueux en 2013. Le plan de relance, axé en grande partie sur l'investissement public et la poursuite de la reconstruction des zones sinistrées en 2011, stimulera l'emploi dans le secteur du BTP, avec toutefois un accroissement des difficultés de recrutement pour les entreprises. Le rythme trimestriel d'augmentation de l'investissement logement ralentirait début 2013, la croissance des mises en chantiers poursuivant son ralentissement en janvier. Il accélérerait fin 2013-début 2014, avant la hausse de TVA.

Côté investissement, les indicateurs conjoncturels se sont améliorés fin 2012 avec la dépréciation du yen face au dollar et à l'euro, et les commandes de machines sont reparties à la hausse après un point bas atteint en octobre. Le taux d'utilisation des capacités productives se redresse progressivement avec la hausse de la production industrielle en janvier pour le deuxième mois consécutif, mais demeure encore à 15 points sous sa moyenne de long terme en janvier. Les expéditions de biens d'équipement (un indicateur avancé de l'investissement productif) restent en baisse de 10 % en janvier en glissement annuel, et la reprise de l'investissement productif se concrétiserait à partir du deuxième trimestre. Il

resterait dynamique jusqu'à la fin d'année 2014, stimulé en 2013 par les commandes publiques et la consommation des ménages, ainsi que des gains de parts de marché à l'exportation sur l'ensemble de la période 2013-2014.

L'augmentation de l'investissement et de la dépense publique soutiendront l'emploi, qui augmenterait de 0,6 % en 2013, et le revenu des ménages. La fermeture du cycle de productivité fin 2013 s'accompagnera ainsi d'une remontée de la durée hebdomadaire de travail. De plus, la baisse du taux de chômage, conjuguée aux mesures d'incitations fiscales pour les entreprises à augmenter les salaires, se traduira par une hausse des salaires nominaux de 1,4 % (*via* principalement une hausse des primes) et une augmentation de la masse salariale de 1,7 % en glissement annuel fin 2013. Compte tenu des hausses d'impôts et de l'évolution des prix, le revenu disponible net réel des ménages augmenterait de 0,7 % en glissement annuel fin 2013.

Dans la foulée de la hausse marquée de la confiance des consommateurs (+7 points en février 2013 par rapport à décembre 2012), et malgré un tassement des ventes de détail réelles (-0,8 % en janvier 2013) la consommation des ménages poursuivra début 2013 son rebond engagé au quatrième trimestre 2012. En 2013, la consommation sera soutenue par la hausse des revenus des ménages, et par la baisse du chômage qui favorisera une baisse du taux d'épargne. Par contre, la dépréciation du yen freinera la hausse de la consommation *via* le renchérissement des importations. On s'attend également à une accélération du rythme de croissance de la consommation fin 2013 anticipant la hausse du taux de TVA. Cette dernière impactera négativement le pouvoir d'achat des ménages, la consommation, l'activité et l'emploi principalement aux deuxième et troisième trimestres 2014.

Changement de paradigme de la politique monétaire

Le deuxième pilier de la stratégie du nouveau gouvernement consiste en une reprise en main de la politique monétaire par le gouvernement, avec le constat que la mission confiée à la Banque du Japon n'a pas été remplie. À cette fin, la supervision des poli-

tiques macroéconomiques, incluant la politique monétaire, a été confiée au Conseil des politiques économiques et budgétaires¹.

L'objectif est de sortir de la déflation rapidement par tous les moyens possibles. Dès avant l'arrivée de Haruhiko Kuroda et de deux nouveaux sous-gouverneurs en accord avec cette stratégie, la Banque du Japon avait décidé d'un relèvement du plafond de son programme de rachats d'actifs de 2 points de PIB fin 2013, puis à nouveau 2 points de PIB supplémentaires fin 2014, ainsi que d'une hausse de la cible d'inflation à 2 %. D'autres mesures plus radicales pourraient suivre, tels une ouverture du programme de rachat à des actifs plus risqués, ou encore un déplafonnement du programme et un financement direct du déficit public qui permettraient de repousser l'ajustement budgétaire et neutraliser une hausse des taux d'intérêt sur la charge de la dette en cas de sortie de la déflation.

Pour le moment, ces annonces se sont traduites par une dépréciation du yen et une forte hausse des indices boursiers mais n'ont pas eu d'effet sur les taux d'intérêt et les anticipations d'inflation. Les conséquences à court terme sur l'inflation passeront par une hausse du prix des importations, notamment les importations de fuel et de gaz dont le Japon est actuellement très dépendant depuis l'arrêt de la plupart de ses centrales nucléaires. La hausse du taux de TVA de 3 points en avril 2014 permettra une accélération temporaire de l'inflation, qui atteindrait 2 % en glissement annuel fin 2014. Cependant, sans hausse durable des salaires, les conditions ne semblent pas réunies pour l'enclenchement d'une boucle prix-salaire permettant de retrouver une inflation positive, du fait du ralentissement attendu de l'activité en 2014.

Des gains de parts de marché à l'exportation

La dépréciation du taux de change effectif réel de 15 % depuis son dernier point haut atteint en juillet 2012 (-15 % face au dollar et -25 % face à l'euro), encouragée par les annonces volontaristes du gouvernement, s'est traduite par une forte amélioration des

1. « Le Conseil de la politique économique et budgétaire examinera régulièrement les progrès réalisés dans la conduite des politiques macroéconomiques, y compris la politique monétaire, la situation actuelle et les perspectives des prix dans le cadre de l'objectif de stabilité des prix fixé dans le cadre de ces politiques économiques et en fonction de la situation économique et budgétaire, y compris la situation de l'emploi, et les progrès des réformes structurelles de l'économie ». Décision du Cabinet du Premier ministre, 28 février 2013.

perspectives des entreprises exportatrices et un rétablissement de leurs marges. Par ailleurs, on observe une accalmie dans les tensions diplomatiques avec la Chine à propos des îles Diaoyu/Senkaku, qui s'est traduite par une reprise du commerce entre la Chine et le Japon au mois de janvier 2013 avec une hausse de 15 % des exports vers la Chine (données corrigées des variations saisonnières) et de 9 % des imports en provenance de Chine (en dollars, données corrigées des variations saisonnières) par rapport à décembre 2012. Cette reprise s'explique aussi par l'anticipation du nouvel an chinois qui a eu lieu en février. On s'attend à une reprise des exportations japonaises au premier semestre 2013. Au-delà, la dépréciation du taux de change réel se traduira par des gains de parts de marché à l'export, mais les politiques de consolidation budgétaire en Europe et aux États-Unis ne permettront pas de retrouver les rythmes de croissance d'avant-crise.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2011	2012	2013	2014
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,5	-0,2	-0,9	0,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,8	-1,1	-0,2	0,2	-0,5	2,0	1,0	0,7
PIB par tête	1,6	-0,2	-0,9	0,0	0,7	0,7	0,5	0,5	0,8	-1,1	-0,2	0,2	-0,4	2,2	1,1	0,8
Consommation des ménages	1,2	0,0	-0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	1,0	-2,5	-0,8	0,0	0,5	2,4	1,0	-0,7
Consommation publique	1,5	0,4	0,4	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,1	1,4	2,7	2,0	0,8
FBCF totale dont	-0,2	1,6	-1,3	0,0	0,2	1,1	1,1	0,7	0,5	0,2	0,2	0,3	1,2	4,4	1,5	2,2
Productive privée	-2,5	-0,1	-3,3	-1,5	0,1	0,7	0,7	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	3,3	2,0	-1,8	2,1
Logement	-1,7	2,2	1,7	3,5	1,0	1,0	1,0	1,3	1,2	-1,5	-1,0	0,0	5,5	2,9	6,7	1,2
Publique	8,5	6,2	2,6	1,8	1,2	2,5	2,5	1,0	0,3	0,2	0,0	0,0	-6,9	12,5	8,9	3,1
Exportations de biens et services	3,4	0,0	-5,1	-3,7	2,5	2,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	-0,4	-0,2	-0,8	4,8
Importations de biens et services	2,1	1,7	-0,5	-2,3	1,0	1,2	1,2	1,0	0,8	-1,0	-0,2	0,2	5,9	5,3	1,1	1,6
Variations de stocks, en points de PIB	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,4	-0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,7	-1,5	-0,4	0,0	0,8	2,8	1,3	0,2
Variations de stocks	0,3	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,3	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	-0,8	-0,8	-0,3	0,5
Prix à la consommation*	0,2	0,2	-0,3	-0,2	-0,5	-0,2	0,5	0,5	0,4	2,2	2,1	2,1	-0,3	0,0	0,1	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	4,6	4,4	3,9	3,7
Solde courant, en points de PIB	1,3	1,3	0,7	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	1,2	1,3	1,5	2,0	1,0	0,8	1,2
Solde public, en points de PIB													-9,3	-9,6	-11,7	-10,7
Impulsion budgétaire													0,2	0,6	1,9	-1,3
PIB zone euro	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	-0,5	-0,4	0,9

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

Sources : Economic and Social Research Institute, Cabinet Office ; Ministry of Internal Affairs and Communications ; Ministry of Health, Labor and Welfare ; prévision OFCE avril 2013.