

Japon : ralentissement importé

À la mi-2022, le PIB japonais a enfin dépassé son niveau d'avant-Covid (de 0,6 %). La reprise a longtemps été freinée par l'impact sur les services des mesures prophylactiques prises lors des vagues épidémiques successives ainsi que par les blocages en Chine qui ont entraîné des pénuries de produits intermédiaires et pesé sur les exportations japonaises. La fin des mesures sanitaires le 21 mars 2022 a entraîné une forte croissance des dépenses des agents privés au deuxième trimestre 2022, les ménages puisant dans leur épargne, mais sans entamer la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021. L'inflation est restée bien en-deçà de celle observée dans les autres grands pays développés pour plusieurs raisons : tout d'abord grâce à une subvention des pouvoirs publics pour que le prix du carburant ne dépasse pas le seuil défini par le gouvernement, ensuite *via* une revente du blé importé par le gouvernement aux distributeurs à un prix inférieur à celui du marché ; enfin *via* une moindre transmission de la hausse des cours des autres matières premières alimentaires sur les prix à la consommation. La divergence croissante entre le maintien d'une politique monétaire expansionniste au Japon et le resserrement en cours des autres grandes banques centrales a entraîné une forte dépréciation du yen.

La croissance resterait supérieure à la croissance potentielle en 2022 et 2023 (estimée entre 0,2 % par la Banque du Japon et 0,6 % par le gouvernement), tirée par l'assouplissement relatif des contraintes d'offre en Chine et la fin des mesures sanitaires internes, une politique monétaire toujours très accommodante, un taux de change favorable et la poursuite du soutien de la politique budgétaire. Elle pâtirait néanmoins du ralentissement de la demande adressée fin 2022 et début 2023 et du prix des matières premières encore élevés à court terme.

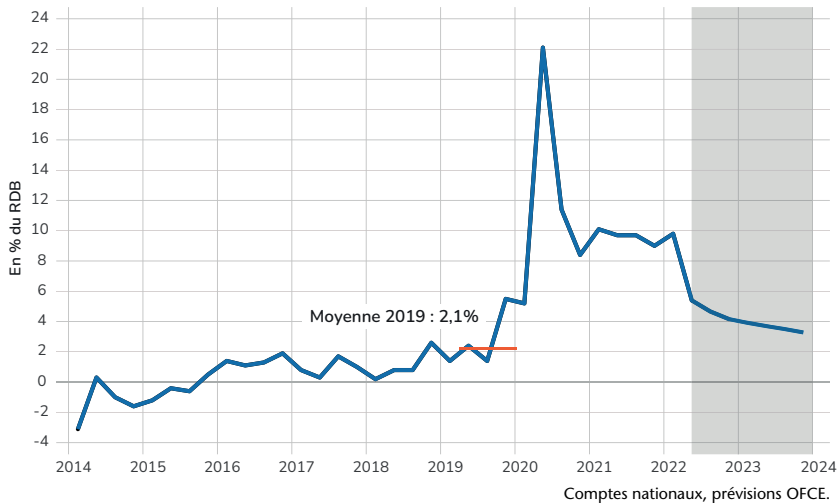
La fin des contraintes sanitaires a permis un rebond de la croissance

L'évolution trimestrielle du PIB a été très chahutée en 2021 et au premier semestre 2022, au gré des mesures d'urgence mises en place au niveau des préfectures pour lutter contre l'épidémie de Covid-19 (de janvier à mars 2021, de juillet à septembre 2021 puis de janvier à mars 2022), qui ont concerné entre 50 à 75 % de la population selon les moments. Les mesures prises, en limitant les interactions sociales *via* des incitations au télétravail, des restrictions d'ouverture des restaurants, des bars... ont pesé sur les dépenses des agents privés. Avec la

levée des dernières restrictions fin mars 2022, la consommation des ménages et l'investissement productif ont connu un net rebond au deuxième trimestre 2022.

La croissance de la consommation privée (0,9 %) s'est appuyée sur une très forte baisse du taux d'épargne (graphique 19), entraînant un retour de ce dernier à un niveau légèrement supérieur à celui pré-Covid. Les ménages conservent néanmoins une forte épargne accumulée durant la crise. La consommation a été essentiellement tirée par un rebond de la consommation des services (jusqu'ici partiellement empêchés), et notamment par le secteur de la restauration. La consommation dans le secteur des services, qui représente 60 % de la consommation totale, a ainsi contribué pour les 2/3 à la progression de cette dernière au deuxième trimestre. Le tourisme intérieur a été soutenu par des mesures publiques, dans la lignée de la campagne « Go to travel »³², soit au niveau des préfectures, soit au niveau des régions. La consommation de biens durables est, quant à elle, restée atone. Les immatriculations de voitures neuves, qui s'étaient redressées entre octobre 2020 et août 2021, après la chute du premier confinement, n'ont cessé de reculer depuis lors, reflétant les problèmes d'approvisionnement et de pénuries de semi-conducteurs et de

Graphique 19. Taux d'épargne des ménages japonais



32. Cette campagne mise en place en juillet 2020 avait pour but de stimuler le tourisme intérieur après les fermetures de début 2020, en finançant en partie le coût du logement et des dépenses sur place et avait été arrêtée à la suite du rebond épidémique fin 2020.

produits intermédiaires qui se sont encore accentués au moment du blocage de Shanghai en début d'année 2022³³.

La politique budgétaire a largement soutenu le pouvoir d'achat des ménages dans un contexte d'accélération de l'inflation, *via* les plans de novembre 2021 et avril 2022. Même si l'inflation est restée limitée au regard des États-Unis ou des pays européens, elle a néanmoins atteint 3 % en août 2022, un taux jamais observé au Japon depuis le début des années 1990, hormis la période 2014-2015 où la taxe sur la consommation avait été relevée (graphique 20)³⁴. L'inflation sous-jacente reste malgré tout modérée, à 1,2 % en août 2022. L'inflation globale est tirée à la hausse par la composante énergie de l'indice des prix, du fait de l'augmentation des prix des matières premières énergétiques (pétrole et GNL notamment) amplifiée par la dépréciation du yen. L'accélération de l'inflation énergétique a toutefois été freinée par l'introduction en décembre 2021 de subventions publiques aux distributeurs et importateurs de pétrole pour fixer un plafond au prix du carburant à 172 yens par litre (avec une aide allant jusqu'à 25 yens le litre). Le 26 avril, le gouvernement a amplifié cette mesure pour que le prix ne dépasse pas 168 yens par litre (avec une aide jusqu'à 35 yens le litre). Par ailleurs, le poids de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation est plus faible que dans la plupart des grands pays développés (7,2 % en 2020, contre 9,8 % dans la zone euro par exemple), ce qui limite la transmission à l'inflation globale. Le gouvernement a aussi décidé de limiter l'augmentation du prix du blé, ce qui s'est répercuté sur la composante alimentaire de l'indice de prix à la consommation³⁵. La plupart des autres composantes alimentaires ont également été moins dynamiques (huile, légumes, viande...)³⁶. La faible progression du prix de l'alimentation (4,1 % en septembre 2022), étant donné son poids élevé dans l'indice de prix (26,3 %), a contribué à la modération de l'inflation globale.

33. Pour plus de détails sur l'impact des perturbations logistiques et de production en Chine sur l'économie japonaise, voir : *Outlook for Economic Activity and Prices*, juillet 2022, Bank of Japan, Box 1, page 48.

34. Cette taxe sur la consommation (l'équivalent de la TVA) existe depuis avril 1989 au Japon. Elle a été revalorisée 3 fois depuis lors : en avril 1997 de 3 à 5 %, en avril 2014 à 8 % et enfin en octobre 2019 à 10 %. Cette dernière n'avait pas entraîné d'accélération de l'inflation en raison de la contraction du PIB fin 2019 liée aux dégâts du typhon Hagibis puis de l'émergence de l'épidémie de Covid-19 qui a entraîné un repli des dépenses des consommateurs et des entreprises.

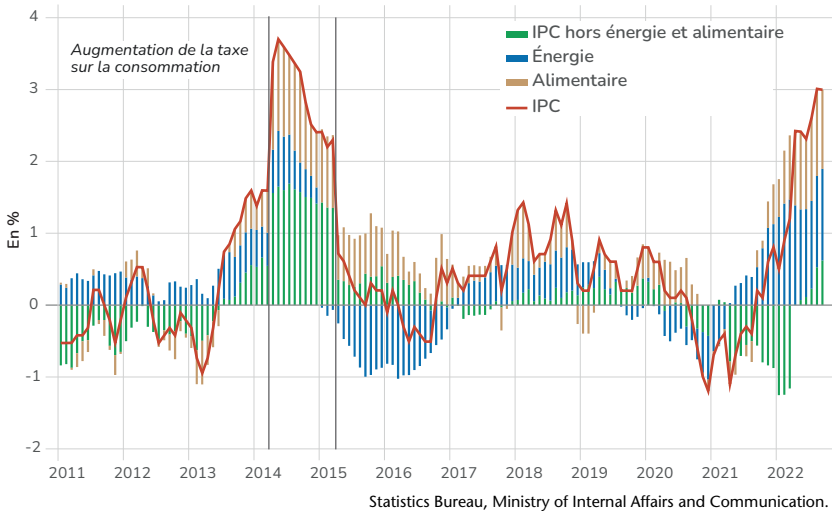
35. Le prix du blé a été gelé au prix d'avant la guerre en Ukraine.

36. Ceci peut s'expliquer par des comportements différents des distributeurs ou des importateurs (contrats, marges...).

Enfin pour soutenir le revenu des ménages et la trésorerie des entreprises, le gouvernement a également versé aux ménages à bas revenus avec enfants une aide de 50 milles yens par enfant et accordé des prêts sans intérêt aux PME.

Le marché du travail est resté bien orienté. Le taux d'emploi a légèrement augmenté par rapport à début 2020 et le taux de chômage est quasiment stable, à 2,6 % en juillet 2022 (contre 2,8 % un an plus tôt). Face à l'accélération de l'inflation, les salaires nominaux par tête ont progressé, bénéficiant de bonus en juin et juillet 2022, et laissant espérer aux autorités japonaises l'enclenchement d'une boucle prix-salaires.

Graphique 20. Taux d'inflation au Japon et ses principales composantes



Du côté des exportations, elles ont été fortement impactées par les contraintes de transport avec la Chine, les soucis d'approvisionnement en pièces détachées et en semi-conducteurs, ce qui a pesé notablement sur les exportations de véhicules jusqu'en juin 2022, avant un retournement à la hausse en juillet et en août (21 % des exportations de bien). Les exportations en biens de communication (ordinateurs, smartphones) ont été moins dynamiques les derniers mois, la demande s'étant tassée.

L'investissement des entreprises a rebondi au deuxième trimestre 2022, en lien avec la reprise de la demande en logiciels et de la consommation des ménages. Les profits des entreprises sont à de hauts

niveaux, notamment ceux des grandes entreprises du secteur manufacturier qui ont bénéficié de gains de parts de marché en lien avec la dépréciation du yen. Dans le secteur non manufacturier, en particulier dans les petites et moyennes entreprises, les profits au contraire se sont dégradés en raison de la détérioration des termes de l'échange.

Malgré l'accélération de l'inflation, la politique monétaire est restée très accommodante, ce qui s'est traduit par une forte dépréciation du yen. Après plusieurs années de variations de faible amplitude, le yen avait commencé à se déprécier vis-à-vis du dollar début 2021 et cette dépréciation s'est accentuée depuis mars 2022, au moment du début du resserrement monétaire aux États-Unis. Au 14 octobre 2022, le yen avait ainsi chuté de 26 % par rapport au dollar depuis mi-mars 2022 et de 44% au total depuis le 1^{er} janvier 2021. Il s'est aussi déprécié vis-à-vis de l'euro, reflétant également l'augmentation des taux directeurs par la BCE. Lors de la [dernière réunion des 21 et 22 septembre](#), la Banque du Japon a maintenu les taux inchangés (à -0,1 % pour les taux courts et achat d'autant d'obligations gouvernementales que nécessaire pour maintenir les taux à 10 ans proches de 0 %). Selon nos prévisions, l'inflation continuerait d'augmenter jusqu'à fin 2022, avant de décélérer en 2023 en lien avec les prix énergétiques. La Banque du Japon ne resserrait donc pas sa politique, l'inflation (hors produits frais) n'étant pas à 2 % de façon pérenne. Elle espère en effet la mise en place d'un cercle vertueux, avec une augmentation des anticipations d'inflation des agents privés qui se répercute sur le cycle de négociations salariales et donc sur l'inflation et les salaires à moyen terme.

À la suite à la décision de la Banque du Japon de maintenir ses taux inchangés, le cours du yen avait dévissé rapidement, conduisant le ministre des Finances à décider de soutenir la monnaie, *via* des achats par la banque centrale de yens, en puisant dans ses réserves en dollars. C'est la première intervention sur le marché des changes de la Banque du Japon depuis la crise asiatique de 1998.

Le maintien à un haut niveau des prix des matières premières et le ralentissement de l'économie chez ses partenaires commerciaux amputeront la croissance

Malgré la forte augmentation des cas de Covid-19 entre juillet et septembre 2022, la large diffusion de la vaccination au sein de la population a conduit le gouvernement à renoncer à mettre en place des mesures sanitaires, la priorité étant désormais donnée à la reprise de l'économie.

La consommation des ménages serait soutenue par la poursuite de la baisse du taux d'épargne à l'horizon de la prévision, même si ce dernier resterait fin 2023 supérieur à la moyenne de 2019. Les ménages resteraient en effet prudents, et l'inflation ne ralentirait que progressivement en 2023 selon nos prévisions, en lien avec l'évolution des prix énergétiques mondiaux. Les ménages continueraient toutefois de bénéficier d'une inflation contenue par les mesures publiques sur les prix énergétiques ainsi que par le gel du prix du blé en vigueur actuellement, le gouvernement ayant décidé de ne pas répercuter la hausse du cours du blé qu'il importe sur le prix auquel il le revend aux détaillants japonais en octobre 2022³⁷.

Les entreprises indiquent dans l'enquête du troisième trimestre 2022 une nette augmentation de leurs plans d'investissement, notamment ceux repoussés pendant la crise de la Covid et du fait des difficultés d'approvisionnement. Ceci est cohérent avec des commandes de machines en augmentation depuis quelques mois. Dans notre scénario, cette poursuite de l'embellie ne serait pas bridée par des soucis d'approvisionnement en énergie. Comme dans de nombreux pays, le gouvernement envisage de demander aux ménages et aux entreprises de limiter leur consommation d'énergie entre décembre 2022 et mars 2023, l'achat de gaz naturel liquéfié pour le fonctionnement des centrales thermiques restant perturbé en raison de la guerre en Ukraine³⁸. Nous faisons l'hypothèse que cela ne perturberait que peu le processus de production.

Du côté du commerce extérieur, les exportations de biens ralentiraient en fin d'année 2022 et début 2023, en lien avec le commerce mondial, avant de réaccélérer, bénéficiant toujours d'une compétitivité-prix favorable dans le sillage de la dépréciation du yen. Par ailleurs, le gouvernement compte sur une nette augmentation des recettes issues du tourisme, à la suite de la levée le 11 octobre dernier du quota quotidien d'entrées de touristes étrangers et du visa pour les pays pour lesquels il n'était pas obligatoire avant la Covid³⁹.

La croissance de l'activité atteindrait 1,6 % en 2022 puis 1,4 % en 2023, grâce à un *policy-mix* accommodant dans un contexte mondial très incertain.

37. Le prix du blé importé par le gouvernement puis revendu aux détaillants est normalement révisé deux fois par an (en avril et en octobre) sur la base du prix moyen du blé acheté les 6 derniers mois.

38. Les pouvoirs publics avaient déjà demandé aux agents privés d'économiser l'énergie durant les mois de juillet à septembre 2022 marqués par une forte chaleur.

39. L'entrée reste néanmoins subordonnée à un schéma de vaccination ou un test PCR négatif.

Japon : croissance, résumé des prévisions

En %

	2020	2021	2022	2023
PIB	-4,6	1,7	1,6	1,4
Consommation privée	-5,2	1,3	2,9	1,5
Consommation publique	2,3	2,1	1,7	0,9
Investissement	-5,0	-1,3	-1,5	2,3
Exportations	-11,7	-11,9	3,8	4,4
Importations	-6,8	5,1	5,7	4,7
<i>Contributions à la croissance, en points</i>				
Demande intérieure hors stocks	-3,7	0,8	1,6	1,5
Variations de stocks	-0,1	-0,2	0,4	-0,1
Commerce extérieur	-0,9	1,1	-0,2	0,0
<i>En %</i>				
Prix à la consommation	0,0	-0,2	2,2	1,5
Taux de chômage	2,8	2,8	2,6	2,5

Cabinet Office, Eikon, Prévision OFCE octobre 2022.