

## Japon : le soleil se lève sur l'archipel

Sorti en 2003 du marasme économique qui avait suivi l'éclatement de la bulle des actifs financiers en 1990, l'économie japonaise a crû à un rythme soutenu jusqu'au premier trimestre 2006 (2,3 % en 2004 et 2,6 % en 2005). La croissance a ralenti au deuxième trimestre (0,2 contre 0,8 % au T1), émoussée par une moindre progression des exportations et une baisse significative des dépenses publiques. L'économie devrait néanmoins continuer à croître à un rythme supérieur à son potentiel en 2006 et 2007 (2,8 % et 2,5 % respectivement) grâce au dynamisme de la demande intérieure privée.

### La vigueur de l'investissement privé tire la croissance en 2006

L'investissement privé, en hausse de plus de 3 % par trimestre, est le poste le plus dynamique du produit intérieur brut japonais au premier semestre 2006. Tous les indicateurs sont au vert : les niveaux de profits des entreprises sont élevés, les taux d'intérêt réels bas, le taux d'utilisation des capacités de production à son plus haut niveau depuis 1997 et les commandes de machines ne cessent de grimper depuis la mi-2002. De plus, le gouvernement Koizumi a entrepris un assainissement du secteur bancaire, obligeant les banques à nettoyer leurs bilans et à éliminer les créances douteuses. Au bord du gouffre en 2001, les banques sont largement bénéficiaires en 2006. Ceci a permis la reprise du crédit bancaire dont l'évolution atteignait 2 % en glissement annuel à l'été 2006. Si l'on ajoute à cela des perspectives de débouchés qui selon l'enquête Tankan s'améliorent tant à l'export que sur le marché intérieur, on ne peut qu'être optimiste sur la poursuite du mouvement de hausse de l'investissement.

Les ménages ont également largement contribué à la croissance du PIB en 2004 et 2005 (plus de 1 point contre 0,3 en 2003) grâce à l'embellie du marché du travail. L'emploi augmente à des rythmes d'environ 2 % par an au premier semestre 2006 et le taux de chômage décroît régulièrement. De 5,5 % début 2003, il est passé à 4,1 % de la population active en juillet 2006. Reflet d'un accroissement des tensions sur le marché du travail, le ratio d'offres d'emploi sur demandes d'emploi atteint 1,08. La pénurie de main-d'œuvre pousse à la hausse les salaires, dont l'évolution nominale est désormais positive et gagne 1,3 % en glissement annuel au T2 2006. La hausse du revenu disponible brut conjuguée à une baisse du taux d'épargne explique le dynamisme de la consommation au Japon qui devrait perdurer jusqu'à la fin 2007.

La hausse de la consommation publique a été plus modérée que celle des ménages en 2005. Au premier semestre 2006, la rigueur budgétaire s'est renforcée : la consommation publique a stagné au premier trimestre et s'est contractée de 0,2 % au second. Avec une dette atteignant 160 % du PIB et un déficit public au dessus de 5 points de PIB, l'État japonais est le plus endetté des pays de l'OCDE. Le vieillissement rapide de la population — la population active a déjà commencé à diminuer et le taux de natalité ne dépasse pas 1,3 enfant par femme — exacerbe le problème des finances publiques via l'augmentation des dépenses de santé et de retraites. En outre, la hausse attendue des taux d'intérêt augmentera la charge de la dette, qui devrait passer de 1,5 point de PIB en 2006 à 1,8 en 2007. On s'attend donc à ce que le

gouvernement japonais profite du dynamisme de l'économie pour pratiquer une politique budgétaire contracyclique de réduction des dépenses.

Sur le plan extérieur, la balance commerciale reste largement excédentaire (1,5 point de PIB) même si elle se contracte depuis la fin 2005. La contribution du commerce extérieur s'est dégradée au deuxième trimestre 2006 suite à un fort ralentissement des exportations. Pourtant, la dépréciation réelle du yen depuis janvier 2005 a amélioré la compétitivité des exportations japonaises. Le commerce extérieur japonais profite également du dynamisme des pays asiatiques, Chine en tête. Le positionnement favorable du Japon dans la division verticale du travail lui permet de jouir des atouts de la Chine sans en subir la concurrence. Spécialisé dans les segments à forte valeur ajoutée, le commerce du Japon se démarque du commerce chinois: l'indice de complémentarité commerciale entre les deux pays s'élève à 59 %. Le commerce extérieur devrait donc contribuer positivement à la croissance à l'horizon 2007, même s'il n'en est plus le moteur principal.

### Fin de la politique monétaire de taux zéro

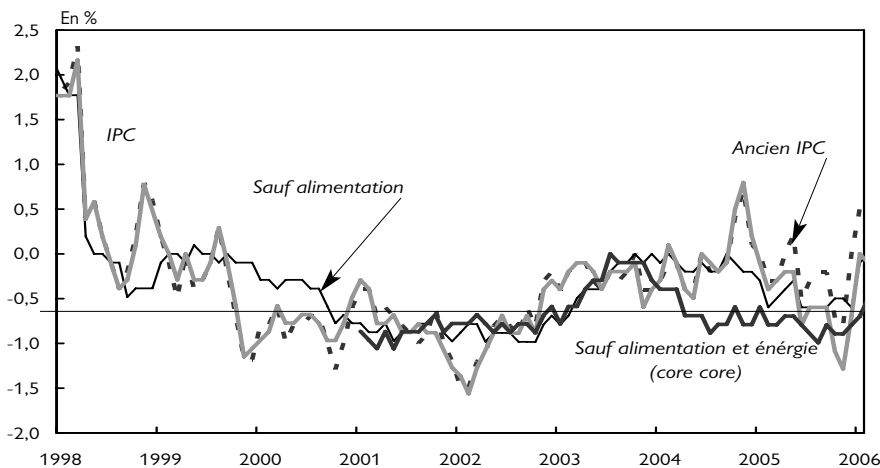
Le 14 juillet 2006, la Banque du Japon a décidé de relever de 0 à 0,25 point son taux directeur, mettant un terme à une politique de taux d'intérêt nuls en vigueur depuis février 1999. Outre la bonne orientation de la croissance et la sortie de la déflation au regard de l'indice des prix à la consommation, cette décision a été motivée par le rythme soutenu de progression de l'investissement. La Banque du Japon a souhaité prévenir tout risque de surchauffe qui pourrait découler de taux d'intérêt réels négatifs, en particulier sur le marché immobilier.

Cependant, un IPC révisé\* publié en août donne une vision plus mitigée de la situation sur le front de l'inflation (graphique). Alors que le glissement annuel de l'indice général était positif depuis janvier 2006 et atteignait 1 % en juin, l'indice révisé ne connaît une évolution positive que depuis mai et n'affiche que 0,3 % en juillet, dernier point connu. En outre, l'indice « core core » (hors alimentation et énergie) s'inscrit toujours en territoire négatif. Dans ce contexte, la perspective d'un nouveau resserrement monétaire à l'horizon décembre 2006 s'éloigne, et l'écart de taux entre le Japon et la zone euro continuerait à se creuser d'ici fin 2006, jouant en faveur d'une appréciation de l'euro.

Le différentiel de taux entre le Japon et les États-Unis encourage les opérations de « portage », par lesquels les investisseurs empruntent en yen pour placer en dollar. Les ventes massives de yen qui en découlent contribuent à faire baisser le cours de la monnaie japonaise, compensant les entrées de capitaux résultant de l'excédent du compte courant. Ce mécanisme est à double tranchant car le yen se réappréciera dès que le montant des nouveaux emprunts ne suffira plus à compenser le remboursement des prêts plus anciens. On anticipe donc la poursuite de la dépréciation du yen par rapport au dollar jusqu'au premier trimestre 2007, puis une inversion de tendance à partir du deuxième trimestre, le ralentissement de l'économie américaine pesant sur le dollar.

\* La révision de l'indice cumule un changement de base (base 100 en 2005 au lieu de 2000) et une modification du panier de biens de référence (48 produits ont été exclus et 34 ajoutés, dont les écrans LCD, les lecteurs de DVDs et les consommations téléphoniques sur les portables).

### Un indice des prix à la consommation révisé à la baisse



Source : Ministry of Public Management, Home Affairs, Posts and Telecommunications, Japon.

## L'année 2007 dans les griffes de Shinzo Abe, « le prince des faucons »

La croissance devrait rester solide jusqu'à la fin 2007, grâce au dynamisme de l'investissement et de la consommation privés. L'investissement logement, dont le niveau a chuté au deuxième trimestre 2006, devrait repartir, soutenu par l'amélioration de la confiance des consommateurs et la fin de la baisse des prix qui dure depuis quatorze ans. Le prix des terrains dans les six grandes villes japonaises augmente depuis fin 2005 en glissement annuel, et diminue moins vite dans le reste du pays. Les enquêtes Tankan indiquent que les excès d'offre se résorbent et que la demande de crédits immobiliers est orientée à la hausse.

La consommation des ménages serait soutenue par une hausse des salaires découlant des tensions sur le marché du travail et par une amélioration de l'emploi, des travailleurs découragés rejoignant les rangs de la population active. Le taux d'épargne continuerait de baisser, en particulier si des réformes budgétaires venaient ponctionner le revenu disponible des ménages (hausse des cotisations retraite ou de la TVA).

Le 21 septembre 2006, Shinzo Abe a été élu à la tête du Parti Libéral Démocrate et succède à Junichiro Koizumi, son mentor, en tant que Premier ministre du pays. En matière de finances publiques, Mr Abe mise sur la croissance économique pour alléger le poids de la dette et privilégie la réduction des dépenses à l'augmentation des prélèvements obligatoires. Il s'est fixé une cible de croissance réelle de 3 %, bien supérieure à l'objectif de 2,2 % de son prédécesseur. En générant davantage de revenus fiscaux, il pourrait retarder l'échéance d'une hausse de la TVA (aujourd'hui à 5 %). Nous tablons donc sur une baisse significative des dépenses publiques (consommation et investissement) à l'horizon 2007, donnant une impulsion négative de 0,3 point de PIB en 2006 et 0,9 en 2007.

L'orientation des échanges croissante en faveur de l'Asie ainsi que la faiblesse du yen viendraient contrebalancer le ralentissement des importations américaines. Le commerce extérieur aurait donc une contribution légèrement positive à la croissance en 2007.

Japon : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2005				2006				2007				2004				2005				2006				2007							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,4	1,1	0,5	1,0	0,8	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	2,3	2,3	2,6	2,8	2,3	2,6	2,8	2,5	2,3	2,6	2,8	2,5	2,3	2,6	2,8	2,5
Consommation des ménages	1,5	0,7	0,4	0,7	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	1,9	2,1	1,8	2,2	1,9	2,1	1,8	2,2	1,9	2,1	1,8	2,2	1,9	2,1	1,8	2,2
Consommation publique	0,8	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	2,0	1,7	0,0	-1,2	2,0	1,7	0,0	-1,2	2,0	1,7	0,0	-1,2	2,0	1,7	0,0	-1,2
FBCF totale	1,3	1,3	1,5	-0,2	2,1	0,7	1,5	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	1,4	1,3	1,1	1,0	1,0	3,4	4,8	5,3	1,0	3,4	4,8	5,3	1,0	3,4	4,8	5,3	1,0	3,4	4,8	5,3
Dont																																
Productive privée	2,7	2,0	1,7	0,3	3,3	3,7	2,5	2,5	2,3	2,1	1,9	1,7	2,3	2,1	1,9	1,7	4,7	7,8	9,8	9,6	4,7	7,8	9,8	9,6	4,7	7,8	9,8	9,6	4,7	7,8	9,8	9,6
Logement	-1,6	-1,5	1,9	1,8	0,7	-2,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	-0,7	0,8	0,8	2,0	-0,7	0,8	0,8	2,0	-0,7	0,8	0,8	2,0	-0,7	0,8	0,8
Publique	-0,9	1,6	0,5	-3,0	-0,6	-6,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-8,8	-5,9	-8,2	-8,8	-8,8	-5,9	-8,2	-8,8	-8,8	-5,9	-8,2	-8,8	-8,8	-5,9	-8,2	-8,8
Exportations de biens et services	-0,4	3,6	3,1	3,8	2,2	0,9	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	13,9	7,0	10,0	7,6	13,9	7,0	10,0	7,6	13,9	7,0	10,0	7,6	13,9	7,0	10,0	7,6
Importations de biens et services	-0,1	1,9	3,4	-0,5	2,4	2,0	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	8,5	6,3	7,2	7,6	8,5	6,3	7,2	7,6	8,5	6,3	7,2	7,6	8,5	6,3	7,2	7,6
Variations de stocks, en points de PIB	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,0
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	1,3	0,8	0,6	0,4	0,6	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,7	2,3	2,1	2,3	1,7	2,3	2,1	2,3	1,7	2,3	2,1	2,3	1,7	2,3	2,1	2,3
Variations de stocks	0,2	0,1	-0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,3	0,1	0,6	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,8	0,3	0,6	0,2	0,8	0,3	0,6	0,2	0,8	0,3	0,6	0,2	0,8	0,3	0,6	0,2
Prix à la consommation *	-0,3	-0,4	-0,6	-1,1	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,6	0,2	0,5	0,0	-0,6	0,2	0,5	0,0	-0,6	0,2	0,5	0,0	-0,6	0,2	0,5
Taux de chômage, au sens du BIT	4,5	4,4	4,3	4,5	4,2	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7	3,7	4,7	4,4	4,1	3,8	4,7	4,4	4,1	3,8	4,7	4,4	4,1	3,8	4,7	4,4	4,1	3,8
Solde courant, en points de PIB	3,5	3,4	3,5	4,2	4,0	3,3	3,9	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,1	4,1	4,2	4,3	3,8	3,7	3,8	4,2	3,8	3,7	3,8	4,2	3,8	3,7	3,8	4,2	3,8	3,7	3,8	4,2
Solde public, en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2

\* 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 octobre 2006.