



Japon : malgré un *policy-mix* favorable le Japon flirte avec la récession¹

Au contraire des autres grands pays développés, la hausse des prix des matières premières depuis 2021 et leur transmission aux prix à la consommation constituait une opportunité pour le Japon qu'un cercle vertueux s'enclenche enfin avec des augmentations salariales plus importantes et une dynamique de consommation plus élevée. Mais la hausse des salaires nominaux n'a pas été suffisante pour compenser l'inflation, ce qui a pesé sur la consommation privée au second semestre 2023. Le gouvernement et la Banque du Japon (BoJ), qui ont appelé de leurs vœux depuis deux ans cette augmentation des salaires nominaux, après plusieurs décennies de déflation et de faible croissance, se montrent désormais confiants. En effet, les résultats préliminaires des négociations salariales de 2024 laissent présager des augmentations nominales plus importantes qu'en 2023. Étant donné la moindre progression des prix attendue, les salaires réels progresseraient enfin². C'est dans ce contexte que la BoJ a décidé le 19 mars 2024 de remonter son taux directeur, mettant ainsi fin à sa politique de taux négatif et de ne plus donner de référence explicite pour le taux public à 10 ans (contrairement au contrôle strict de la courbe des taux en place précédemment). Quant au gouvernement, il a annoncé en novembre 2023 la poursuite des mesures de soutien aux ménages les plus modestes et de subvention des prix de l'essence et de l'électricité pour limiter la perte de revenu des ménages en termes réels, même si le montant distribué serait moindre qu'en 2023. Nous faisons l'hypothèse que l'augmentation des salaires nominaux, combinée à la baisse concomitante de l'inflation, permettraient à la consommation des ménages d'accélérer un peu en 2024 et 2025. Les importations asiatiques accélérant à nouveau au début de l'année 2024, ceci soutiendrait la reprise de l'investissement productif. La croissance du PIB atteindrait 0,4 % en 2024 puis 0,9 % en 2025 et l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon de notre prévision.

1. Ce texte est rédigé par Sabine Le Bayon, *Département analyse et prévision*.

2. En février 2024, les salaires réels étaient inférieurs de 4,9 % par rapport au niveau moyen de 2019 et de 3,3 % par rapport au niveau moyen de 2021.

Coup de frein au second semestre 2023

Malgré le soutien de la politique monétaire et de la politique budgétaire, la consommation et l'investissement des ménages ont baissé au second semestre 2023. En effet, l'inflation élevée a pesé sur le revenu réel des ménages. Le commerce extérieur n'a que légèrement soutenu la croissance malgré la dépréciation du yen.

Une consommation des ménages en berne mais un investissement productif qui résiste

Après une faible croissance en 2022 (0,9%), le PIB japonais a progressé de 1,9 % en 2023. Mais derrière ce chiffre annuel relativement bon se dessine une situation économique mitigée. En effet, le PIB a reculé nettement au troisième trimestre 2023 (-0,8 %) et sa croissance a été quasi-nulle au quatrième trimestre (+0,1 %). Fin 2023, le niveau du PIB est donc proche de son niveau du 3^e trimestre 2019 (avant la récession du 4^e trimestre 2019 due à des facteurs exogènes et la récession du 2^e trimestre 2020 due à l'épidémie de covid-19) et du contrefactuel (voir : Synthèse : l'Europe décroche).

Ce mauvais second semestre s'explique par le recul de la consommation des ménages, de l'investissement résidentiel et des variations de stocks, qui a largement compensé le soutien de l'investissement productif et des exportations au PIB. La consommation des ménages s'est contractée depuis le deuxième trimestre 2023 en lien avec la baisse du revenu disponible réel, malgré la baisse du taux d'épargne sur cette période. La contribution des variations de stock a aussi amputé la croissance au deuxième semestre. En revanche, les exportations ont été relativement dynamiques : 2,5 % en moyenne depuis le deuxième trimestre 2023, après un mauvais premier trimestre. L'investissement productif s'est aussi relevé au dernier trimestre après deux trimestres de recul.

Du côté des ménages, la remontée de la consommation de services après la chute brutale liée au covid-19 (et aux divers confinements) s'est poursuivie jusqu'au 3^e trimestre 2023, avant de connaître sa première baisse en fin d'année. La consommation de biens durables a en revanche soutenu la croissance en fin d'année. La consommation privée décevante s'explique par la baisse du revenu nominal des ménages depuis le début de l'année 2023, de 0,2% en moyenne chaque trimestre par rapport au trimestre précédent : la masse salariale a peu progressé, les profits des non-salariés ont reculé et les prestations

sociales ont globalement pesé sur le revenu (voir *supra* pour l'évolution des salaires par tête). En termes réels, la chute atteint même 0,9 % en moyenne chaque trimestre³. C'est la forte baisse du taux d'épargne qui a limité la baisse de la consommation privée. Ce dernier est ainsi passé de 2,6 % fin 2022 à -0,3 % fin 2023. Les ménages japonais qui avaient reçu beaucoup de prestations durant la période de la covid-19 et peu consommé, avec pour conséquence un taux d'épargne de 21,1 % au deuxième trimestre 2020, consomment désormais beaucoup au regard de leur revenu nominal. Mi-2023, leur taux d'épargne est ainsi revenu au niveau de 2019 et est même devenu négatif fin 2023. Il faut souligner que le Japon se caractérise par un faible taux d'épargne des ménages depuis le début des années 2000, avec un taux déjà négatif en 2014 et 2015 (graphique 1).

Graphique 1. Taux d'épargne des ménages japonais



Note : le taux d'épargne est calculé sur la base du revenu disponible corrigé de l'ajustement au titre des variations des droits à pension.

L'excédent brut d'exploitation des entreprises a augmenté nettement en 2023 par rapport à 2022 mais cela s'est peu répercuté sur la dynamique de l'investissement productif. Le profil heurté de l'investissement productif au second semestre 2023 (léger recul au troisième trimestre 2023, avant un net rebond au dernier trimestre

3. Le déflateur de la consommation des ménages a progressé de 0,7 % en moyenne chaque trimestre en 2023.

2023) tient à celui de l'investissement en autres machines et équipement. L'investissement en équipement de transport a continué de se redresser modérément, tandis que l'investissement en produits de la propriété intellectuelle a poursuivi sa croissance : c'est la composante de l'investissement qui a le plus progressé depuis fin 2019 (+8,2 %).

Au second semestre 2023, le commerce extérieur a contribué positivement à la croissance. Le dynamisme des importations a été compensé par la nette croissance des exportations. Cette dernière a essentiellement été portée par les exportations de services. Le tourisme est remonté en flèche depuis la fin des restrictions en octobre 2022. En février 2024, le nombre de touristes au Japon a même dépassé celui de février 2019. La faiblesse du yen rend le Japon particulièrement attrayant et le nombre de touristes chinois est en forte progression depuis le début de l'année 2023 et la fin des restrictions sanitaires. Les exportations de biens ont peu progressé, pâtissant notamment de la baisse des exportations de véhicules au dernier trimestre 2023, mais aussi des biens intermédiaires. Elles se sont néanmoins redressées vers la Chine, après plusieurs trimestres de recul entre fin 2022 et mi-2023.

Une légère baisse du taux de chômage et un rebond temporaire de l'inflation

L'emploi a accéléré au second semestre malgré la conjoncture dégradée (+0,3 % par rapport au second semestre 2022, contre +0,1 % au premier semestre), se traduisant par une dégradation de la productivité, au contraire du premier semestre 2023. La population active ayant progressé à un rythme un peu plus faible que l'emploi, le taux de chômage a légèrement diminué à 2,5 % au dernier trimestre 2023 (-0,1 point par rapport au troisième trimestre 2023). En moyenne, sur l'ensemble de l'année 2023, l'emploi a progressé de 0,4 % et la productivité de 1,5 %.

Les salaires nominaux ont progressé, dans le sillage des résultats des négociations salariales du printemps 2023. Pour les salariés à temps plein, l'augmentation des salaires de base a été autour de 2% en moyenne ; pour les salariés à temps partiel, elle a été proche de 3 %, étant donné les tensions sur le marché du travail et l'augmentation du salaire minimum de 4,6 % en moyenne en octobre 2023⁴. A nouveau, les bonus ont été particulièrement dynamiques : un certain nombre

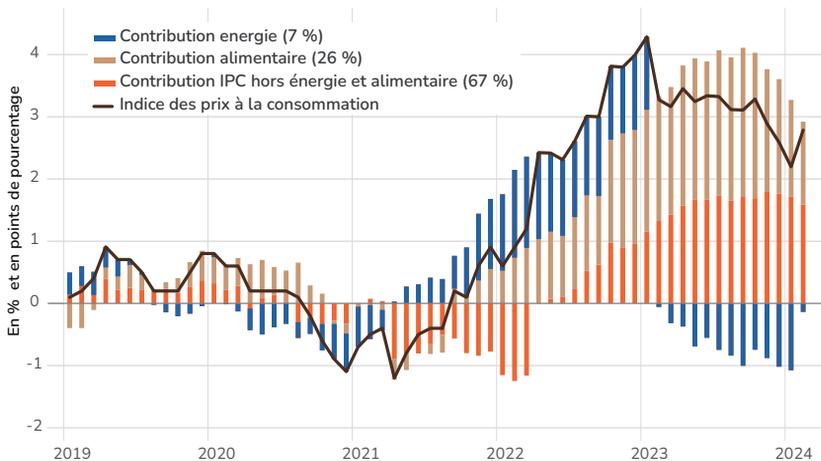
4. Ce sont les préfetures qui décident du niveau du salaire minimum en s'orientant sur la décision du conseil central du salaire minimum.

d'entreprises ont versé des primes liées à l'inflation. Malgré cela, les salaires réels par tête au niveau macroéconomique (y compris primes) ont continué de baisser, même si ce fut dans une moindre mesure que précédemment.

L'impact de la hausse passée des prix des matières premières s'atténuant, la croissance sur un an de l'indice des prix à la production de biens a nettement ralenti depuis les pics de fin 2022 autour de 10 % et est proche de 0 % depuis novembre 2023. L'indice de prix dans le secteur des services croît légèrement au-dessus de 2 % depuis août 2023, poussé à la hausse par l'accélération des salaires.

Du point de vue de l'indice des prix à la consommation, ce dernier avait progressé de 4,4 % en janvier 2023 en glissement annuel, en lien avec l'accroissement de l'inflation des produits alimentaires et de l'énergie. L'inflation avait ensuite reflué dès février 2023 à 3,3 % grâce aux mesures gouvernementales sur les tarifs d'électricité et de gaz pour les ménages⁵. Depuis septembre 2023, face à la hausse du prix du pétrole en yens, le gouvernement a réintroduit une subvention pour limiter la hausse des prix à la pompe comme cela avait été le cas en

Graphique 2. Taux d'inflation au Japon et contributions des principales composantes à l'évolution de l'indice des prix à la consommation



Statistics Bureau, Ministry of Internal Affairs and Communication.

Les chiffres entre parenthèses représentent la part de chaque composante dans l'indice global.

5. En ce qui concerne les tarifs d'électricité, les mesures ont permis de les réduire de 7 yens par kilowattheure (une réduction de 20 % par mois par ménage en moyenne) pour la période de février à septembre 2023, et de 3,5 yens par kilowattheure depuis octobre 2023. Concernant les tarifs du gaz, des mesures à peu près similaires ont été mises en place pour alléger la facture des ménages.

2022⁶. Plus récemment l'inflation alimentaire a ralenti, contribuant à la désinflation au Japon. L'inflation atteignait ainsi 2,2 % en janvier 2024. Le rebond à 2,8 % en février 2024 est dû aux effets de base énergétiques (graphique 2). L'inflation sous-jacente a contribué pour 1,6 % à l'inflation totale en février 2024, en léger ralentissement mais toujours proche de l'objectif de la BoJ de 2 %.

2024-2025 : enclenchement timide d'une boucle prix-salaires

Vers la normalisation de la politique monétaire

Malgré plusieurs mauvaises nouvelles conjoncturelles (notamment le recul de la production industrielle et des immatriculations), la décision du 19 mars 2024 de la BoJ de mettre fin aux taux directeurs négatifs et au contrôle de la courbe des taux⁷ n'a pas été une surprise pour les marchés financiers qui s'y étaient préparés. La publication début mars de premiers résultats de négociations salariales dynamiques pour 2024 a conforté la banque centrale dans sa volonté de normaliser la politique monétaire : elle considère en effet que, dans le contexte actuel tendu sur le marché du travail, les augmentations des salaires effectifs devraient être d'autant plus importantes d'ici la fin 2024 et que les augmentations passées des salaires, même modérées, ont participé à la progression des prix des services. Dorénavant, pour la BoJ, le cercle vertueux entre salaires et prix semble enclenché et son objectif de progression durable des prix autour de 2 % devrait être atteint d'ici fin 2025 (encadré). Elle restera néanmoins attentive à ce que la hausse des prix dans le secteur des services se poursuive et à la répercussion des hausses de coûts salariaux sur les prix de vente des petites et moyennes entreprises⁸.

Nous prévoyons que la BoJ resterait prudente et ne remonterait pas ses taux à l'horizon de la prévision. Elle réduirait aussi ses achats d'actifs, comme elle l'a déjà annoncé. Elle a indiqué lors de la réunion du 19 mars 2024 qu'elle maintiendrait des conditions financières

6. Ces subventions sont accordées aux distributeurs et importateurs de pétrole pour contenir les prix de vente lorsque la moyenne nationale des prix de détail de l'essence dépasse le prix de référence (168 yens le litre). Introduites en 2022, elles avaient été progressivement réduites à partir de janvier 2023.

7. Voir le communiqué de presse du 19 mars sur les changements du cadre de politique monétaire : « [Changes in the Monetary Policy Framework](#) ».

8. Voir la publication suivante sur sa décision du 19 mars 2024 : « [Summary of opinions at the Monetary Policy Meeting on March 18 and 19, 2024](#) ».

accommodantes⁹. La légère remontée des taux courts n'a pas permis de freiner la dépréciation du yen, qui était proche de 150 yens pour un dollar fin mars 2024. Ce dernier devrait rester faible par rapport au dollar et à l'euro, étant donné la persistance d'un fort écart entre les taux d'intérêts américains et européens d'une part et japonais d'autre part.

La politique budgétaire soutiendra toujours l'activité, mais moins qu'en 2023. Les principales mesures prévues sont les suivantes : une réduction des impôts sur le revenu en juin 2024, au moment du versement des bonus habituels par les entreprises, une aide à court terme pour les ménages aux plus faibles revenus, des dispositions fiscales pour inciter aux augmentations de salaires dans les PME et des aides pour les investissements jugés stratégiques (comme les semi-conducteurs). Le déficit budgétaire se dégraderait à 6 % du PIB en 2024 étant donné la faible croissance, avant de diminuer à 5 % du PIB en 2025. La dette publique resterait légèrement supérieure à 250 % du PIB à l'horizon de la prévision.

Retour vers la croissance potentielle

L'acquis de croissance pour l'année 2024 s'élève à -0,1 % étant donné le mauvais second semestre. La croissance serait quasi-nulle au premier trimestre : les premières données disponibles sont mitigées tant du point de vue de la demande des ménages que de la production industrielle. La production dans l'industrie manufacturière a reculé en janvier et février 2024 par rapport à décembre 2023, particulièrement touchée par l'arrêt de la production dans plusieurs usines Toyota (à la suite d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision). La production devrait repartir en mars, mais ne compenserait pas les pertes de début d'année selon le ministre de l'Économie, entraînant un recul de l'investissement productif au premier trimestre. La confiance des consommateurs continue de se redresser, mais reste touchée par des évolutions de prix à la consommation toujours plus élevées que celles des salaires nominaux à court terme, ce qui se traduirait par une faible croissance de la consommation privée au premier trimestre 2024. D'autant que les nouvelles immatriculations d'automobiles se sont effondrées en février et mars 2024, en raison de l'arrêt de la production

9. Même si la BoJ décidait de relever ses taux directeurs, ce serait un mouvement de faible ampleur et l'impact sur l'activité économique serait marginal.

et des ventes chez certains constructeurs automobiles. Le commerce extérieur contribuerait légèrement à la croissance.

À partir du troisième trimestre 2024, la croissance accélérerait un peu, soutenue par le revenu des ménages et bénéficiant toujours d'une contribution positive du commerce extérieur. Le PIB progresserait de 0,3 % par trimestre au second semestre 2024, avant de ralentir autour de 0,2 % par trimestre en 2025. Finalement, la croissance serait de 0,4 % en 2024 puis de 0,9 % en 2025. Elle serait proche de sa croissance potentielle, estimée à 0,7 % pour 2023 par la Boj¹⁰.

Un rattrapage des salaires attendu

La consommation privée bénéficierait d'ici fin 2024 et en 2025 de l'accélération des salaires nominaux. Début mars 2024, Rengo, la plus importante confédération de syndicats a indiqué que les augmentations de salaires demandées par ses syndicats dans le cadre des négociations de printemps (« shunto ») atteignaient 5,8 % en moyenne (contre 4,5 % en 2023 et 3% en 2022), dont 4,3 % pour les salaires de base et 1,6 % additionnel en prenant en compte l'ancienneté. Les résultats intermédiaires des progressions déjà accordées début avril et qui reflètent généralement assez bien les résultats définitifs qui seront connus en juillet font état de hausses de salaires accordées de 5,2 %, dont 3,6 % pour les salaires de base. Elles devraient être largement supérieures à celles de 2023 (respectivement 3,6 % et 2,1 %). La majorité des salariés ne sont pas couverts par ces négociations, mais ces dernières se transmettent en partie aux autres salariés. Les salariés bénéficieraient enfin de progressions de salaires supérieures à l'inflation. L'emploi continuerait de croître faiblement et le chômage se stabiliserait à 2,5 %. Les ménages bénéficieraient des mesures de baisse d'impôt sur le revenu et de la taxe d'habitation à la suite des mesures supplémentaires annoncées en novembre 2023 pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages¹¹.

10. Les estimations de la Boj conduisent à une remontée de la croissance potentielle depuis 2021. Ceci s'explique par l'augmentation de la productivité, au regard de la digitalisation accrue et des investissements en capital humain, ainsi que de l'augmentation du stock de capital (avec la hausse de l'investissement, soutenu par les mesures gouvernementales pour la digitalisation et par les conditions financières accommodantes). Mais la croissance potentielle reste relativement faible, étant donné la baisse de la population (-0,5 % au 1^{er} octobre 2023 sur un an), contrairement à la plupart des grands pays développés, à l'exception de l'Italie. Ainsi, selon les données de l'OCDE, la population a progressé de 0,5 % aux Etats-Unis et en Espagne entre 2018 et 2022 en moyenne, de 0,3 % en France, en Allemagne et au Royaume-Uni et a reculé de 0,4 % au Japon et en Italie.

11. Ces mesures ont été présentées par le gouvernement dans le cadre du plan suivant : « Comprehensive Economic Measures to Completely Break Free from Deflation ».

Le gouvernement a annoncé qu'il prolongerait la période de mise en œuvre des subventions à l'essence au-delà de l'échéance initiale de fin avril 2024. Concernant les mesures relatives aux tarifs de l'électricité et du gaz, les aides actuelles continueront à être appliquées jusqu'en mai 2024, puis seront réduites de moitié en juin avant d'être interrompues. Étant donné nos hypothèses sur le prix du pétrole et les mesures de soutien aux ménages, l'inflation ralentirait pour atteindre 1,8 % fin 2024 et se stabiliserait en 2025. La combinaison de salaires nominaux plus dynamiques et d'une moindre inflation conduirait à une progression des salaires réels à partir du troisième trimestre 2024.

Le taux d'épargne convergerait progressivement vers zéro à l'horizon de la prévision.

Du côté des entreprises, les résultats de l'enquête *Tankan* de mars 2024 qui interrogeait pour la première fois les entreprises sur leurs projets d'investissements pour l'année fiscale 2024 (avril 2024 à mars 2025) font état d'une croissance positive, mais en retrait par rapport à l'année fiscale 2023. Nous inscrivons dans nos prévisions une croissance modérée de l'investissement (1 % en 2024, comme en 2025).

La demande adressée à l'économie japonaise, dont la croissance avait nettement ralenti en 2023, accélérerait dès le premier trimestre 2024 à 1,1 % puis progresserait à un rythme de 0,9 % par trimestre jusqu'à la fin de l'année 2025. Nous faisons l'hypothèse que les exportations croîtraient au même rythme et que les parts de marché se stabiliseraient à leur niveau de fin 2023.

Encadré. Fin du contrôle de la courbe des taux et des taux d'intérêt courts négatifs

La BoJ prévoit désormais d'atteindre son objectif d'inflation autour de 2 % de façon durable d'ici fin 2025. Ainsi, dans ses prévisions de janvier 2024, elle a indiqué qu'elle attendait une inflation (hors produits frais alimentaires) de 2,4 % pour l'année fiscale 2024 (après 2,8 % pour l'année fiscale 2023) et de 1,8 % pour l'année fiscale 2025, soit proches de son objectif¹². C'est pourquoi elle a décidé de normaliser sa politique monétaire en mars 2024. Ce changement de cadre fait suite à un an et demi de modifications progressives de sa politique.

Depuis décembre 2022, la BoJ avait peu à peu assoupli sa politique stricte de contrôle de la courbe des taux qui consistait en : un taux directeur à -0,1% et des taux longs à 10 ans proche de 0 % (avec une bande de fluctuation de -0,25 à 0,25 %), en débutant par les taux longs. Elle a ainsi élargi, en décembre 2022, la bande de fluctuation autour de 0 % des taux des obligations publiques à 10 ans (JGB : Japan Government Bonds), entre -0,5 et 0,5 point de pourcentage. Puis elle a augmenté le plafond des taux longs à 1 % le 28 juillet 2023. Le 31 octobre 2023, la BoJ a indiqué que le taux de référence pour les taux publics à 10 ans était désormais de 1 %, avec des fluctuations possibles autour de ce niveau. Enfin, le 19 mars 2024, elle a mis fin à cet objectif sans donner de cible précise et considère que le taux de long terme n'est plus un outil actif de politique monétaire. Elle poursuivra néanmoins ses achats réguliers de JGB pour un montant équivalent à celui en place précédemment car elle juge qu'il est nécessaire de maintenir des taux bas, tout en laissant davantage d'espace au marché pour déterminer ces taux. Elle n'a d'ailleurs pas fixé de date pour la réduction des achats de JGB et a indiqué qu'elle pourrait mener des opérations d'achat à taux fixe de JGB, indépendamment du planning mensuel officiel d'achats de JGB¹³, en cas de remontée trop rapide des taux d'intérêt à long terme.

Depuis les premières annonces de décembre 2022, les taux à 10 ans ont fluctué au gré des annonces de la BoJ, des anticipations des marchés financiers sur la politique monétaire future et de l'évolution de l'inflation (graphique 3).

Du point de vue des taux d'intérêt à court terme, la BoJ a mis un terme à la politique de taux d'intérêt négatif qu'elle avait introduite en 2016 avec la fixation d'un taux de de -0,1% sur une fraction des réserves excédentaires détenues par les banques commerciales. Depuis le 19 mars 2024, le taux

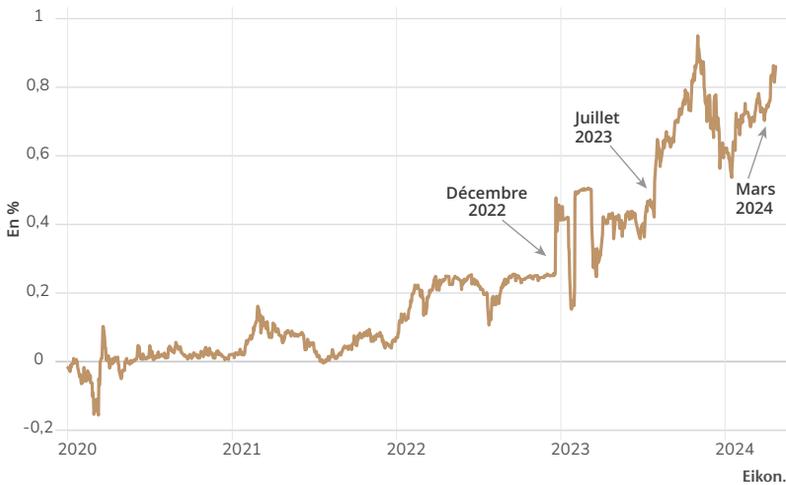
12. Dans sa prévision d'avril 2024, elle a légèrement remonté ses prévisions d'inflation (hors produits alimentaires frais) pour l'année fiscale 2024 : de 2,4 % à 2,8 %, tout en révisant à la baisse ses prévisions de croissance économique pour la même année (de 1,2 % à 0,8 %).

13. La Banque a aussi précisé qu'elle cessera d'acheter des fonds négociés en bourse (ETF) et des fonds de placement immobilier japonais (J-REIT) et qu'elle réduira progressivement le montant des acquisitions de « commercial papers » et d'obligations d'entreprises et cessera ces achats dans environ un an.

d'intérêt à court terme redevient son principal outil pour répondre aux évolutions de prix et d'activité économique, comme c'est le cas des autres grandes banques centrales. La BoJ a fixé un nouvel objectif pour ce taux au jour le jour qui devrait fluctuer entre 0 et 0,1 %.

Le gouverneur Kazuo Ueda a indiqué récemment que malgré trois décennies de politique monétaire non conventionnelle, les anticipations d'inflation étaient tellement ancrées autour de zéro que de légères variations de coût ou de demande ne suffisaient pas pour engendrer des modifications des prix à la consommation : les entreprises pensaient que leurs concurrents n'augmenteraient pas leurs prix et en conséquence maintenaient leurs propres prix et salaires inchangés¹⁴. Une économie dans cette situation, comme le Japon, a eu besoin d'un choc aussi important que la période inflationniste post-covid-19 pour entraîner une hausse des anticipations d'inflation. L'épisode de forte inflation mondiale entre 2021 et 2023 a créé un changement progressif dans le comportement des entreprises en matière de prix. Elles ont ajusté leurs anticipations sur les prix de vente fixés par leurs concurrents, ce qui a permis un « pass-through » plus important entre les prix à l'importation et les prix à la consommation. Cette répercussion accrue de la hausse des coûts sur les prix a par la suite entraîné une accélération de la croissance des salaires nominaux.

Graphique 3. Taux sur les obligations publiques japonaises à 10 ans



14. Voir : « On the Recent Changes in the Bank of Japan's Monetary Policy Framework », 19 avril 2024.

