

Japon : des signes d'éclaircie¹

La crise énergétique a paradoxalement constitué une opportunité pour le Japon de sortir de la déflation. En effet, la hausse durable des prix des importations a fini par se répercuter sur les prix à la consommation, puis par se traduire récemment par de nettes augmentations salariales nominales. Depuis juin 2024, malgré la persistance de l'inflation, les salaires réels ont enfin progressé. Cela va permettre de soutenir la consommation privée. Le taux d'investissement productif se maintiendrait à son niveau de long terme, dans un contexte de conditions de financement toujours très favorables. En effet, la Banque du Japon (BoJ) poursuivrait sa politique de relèvement très progressif du taux directeur : après une première hausse en mars 2024, la BoJ a de nouveau remonté ce taux en juillet 2024. Nous faisons l'hypothèse que deux autres augmentations interviendraient d'ici fin 2025, portant le taux directeur à 0,75 %. Le taux de change du yen face au dollar s'est légèrement apprécié depuis quelques mois mais resterait un soutien pour les entreprises japonaises exportatrices. La croissance du PIB atteindrait seulement 0 % en 2024 en moyenne annuelle, en raison du très mauvais début d'année, puis 1,2 % en 2025 et l'inflation demeurerait légèrement supérieure à 2 % à l'horizon de notre prévision.

Un premier semestre 2024 en dents de scie

Le premier semestre 2024 a été marqué par les interruptions de production dans le secteur automobile qui ont eu un fort impact négatif sur la consommation des ménages et les exportations. Le deuxième trimestre a bénéficié d'une part de la reprise de la production automobile et des immatriculations et d'autre part des augmentations salariales et des baisses d'impôt qui ont enfin permis à la consommation des ménages de se redresser, malgré une inflation toujours supérieure à 2 %.

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

Un mauvais premier trimestre suivi d'un rebond au deuxième trimestre 2024

La bonne croissance du PIB japonais en 2023 (1,7 %) est surtout liée à un bon premier semestre 2023, la fin de l'année 2023 ayant globalement été marquée par un recul de l'activité. Cela fut aussi le cas au premier trimestre 2024 où toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publique et des variations de stocks, ont contribué négativement à la croissance du PIB. Le PIB a ainsi diminué de 0,6 % au premier trimestre avant de rebondir au deuxième trimestre 2024 (+0,7 % sur un trimestre), porté par la contribution positive de la demande intérieure hors stocks.

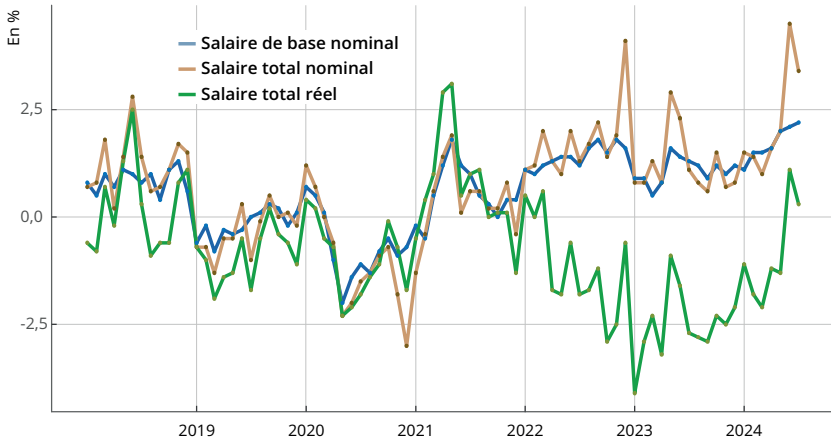
Ce recul de la consommation privée et des exportations au premier trimestre 2024 est essentiellement lié à un choc exogène, à savoir la chute des nouvelles immatriculations de véhicules en février et mars 2024, à la suite de l'arrêt de la production dans plusieurs usines Daihatsu, une filiale de Toyota (pour cause d'irrégularités dans les tests de certification des moteurs diesel et de problèmes liés à des tests de sécurité en cas de collision) : les immatriculations ont reculé de 8,9 % au premier trimestre 2024 par rapport au trimestre précédent. Au deuxième trimestre 2024, à l'inverse, la reprise de l'achat de véhicules a tiré la croissance de la consommation privée et dans une moindre mesure des exportations². Néanmoins, la consommation des ménages reste très en deçà de son niveau moyen entre 2017 et 2019. En effet, malgré la progression plus forte des salaires nominaux, dans un contexte d'inflation élevée et de tensions sur le marché du travail, les salaires réels n'ont presque jamais cessé de reculer depuis 2019 (hors la période de rebond de 2021 à la suite de la chute de 2020). Ils ne progressent que depuis juin 2024 dans le sillage des négociations salariales du printemps 2024 qui se sont enfin révélées favorables au pouvoir d'achat des salariés (voir encadré 1 et graphique 1).

La progression du revenu nominal des ménages sur l'ensemble du premier semestre 2024 tient essentiellement à la croissance des prestations sociales au premier trimestre puis à la baisse d'impôts au deuxième trimestre (impôt sur le revenu et taxe d'habitation). Malgré une inflation toujours forte, le revenu réel des ménages a progressé d'un peu plus de 2 % en moyenne sur chacun des trimestres, pour la

2. Les nouvelles immatriculations se sont nettement redressées au deuxième trimestre puis légèrement au troisième trimestre 2024 (respectivement 8 % et 2,4 % sur un trimestre). Les nouvelles irrégularités mises à jour chez Toyota sur les tests de sécurité et qui ont entraîné l'arrêt des ventes de trois modèles entre juin et fin août 2024 ont eu moins d'impact sur les immatriculations.

première fois depuis plus d'une décennie. Mais le contexte encore incertain du côté des revenus salariaux a bridé la consommation privée, ce qui s'est traduit par le redressement du taux d'épargne (à 3,8 % du ROB au deuxième trimestre 2024), après quelques trimestres en territoire légèrement négatif³.

Graphique 1. Évolution des salaires de base et totaux, en termes nominaux et réels



Monthly Labour Survey (MHLW), calculs OFCE.

Note : Pour calculer les salaires réels, le ministère du Travail déflate le salaire nominal par l'indice des prix à la consommation (IPC) hors loyers imputés, dont la progression est un peu plus élevée que celle de l'IPC total.

Dernier point connu : juillet 2024.

Du côté de l'investissement, deux tendances opposées se dessinent. D'une part un investissement résidentiel qui, malgré le rebond du deuxième trimestre, reste mal orienté de façon structurelle, avec un taux d'investissement résidentiel à 3,3 % du PIB mi-2024. D'autre part, un investissement productif qui résiste bien, malgré les soubresauts des variations trimestrielles. Le taux d'investissement productif est ainsi proche de 17 % du PIB, soit proche des pics passés. Depuis la fin de la crise du Covid, ce sont surtout les investissements en produits de la propriété intellectuelle, qui représentent 21 % de l'investissement total, qui sont le moteur de cette composante. Au premier semestre 2024, malgré une croissance dynamique de la demande adressée (0,9 % au premier trimestre puis 1,2 % au deuxième trimestre), le profil des exportations a été très touché par la baisse de la production automobile

3. En effet, en 2023, étant donné la faiblesse de la masse salariale, le revenu nominal des ménages avait reculé et c'est la baisse du taux d'épargne qui avait permis de limiter la contraction de la consommation privée.

début 2024. Les exportations automobiles se sont ensuite redressées au deuxième trimestre mais restent bien en deçà de leur niveau moyen de 2023. Mi-2024, le niveau du PIB réel est supérieur de 1 % seulement à la moyenne de 2019.

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

Le taux de chômage est resté compris entre 2,5 et 2,6 % depuis mi-2022. L'emploi progresse en effet au même rythme que la population active, de l'ordre de 0,4 % en moyenne sur un an. Étant donné l'évolution décevante du PIB depuis mi-2023, la productivité du travail a nettement reculé (de 0,7 % par trimestre en moyenne). Elle s'est en revanche redressée au deuxième trimestre 2024 (+0,7 % sur un trimestre), grâce au rebond de la croissance du PIB.

Les salaires nominaux ont progressé deux trimestres consécutifs au-dessus de 2 % selon les données du Cabinet Office, le taux de croissance atteignant même 3,5 % au deuxième trimestre 2024. À la hausse des salaires de base, s'est ajouté le versement de bonus en juin 2024⁴. Les salaires réels ont ainsi augmenté franchement pour la première fois depuis le rebond post-Covid de fin 2020. Ces derniers restent néanmoins inférieurs de près de 5 points de pourcentage à leur niveau de fin 2019.

L'indice global des prix à la consommation a évolué entre 2,5 et 3 % environ depuis fin 2023, après les rythmes supérieurs à 3 % observés fin 2022 et en 2023. Les effets de base liés aux mesures prises par le gouvernement en février 2023 pour baisser le prix de l'électricité et du gaz ont poussé à la hausse l'inflation depuis février 2024, malgré la poursuite des subventions énergétiques jusqu'à fin juin 2024. Face au rebond des prix énergétiques, le gouvernement a remis en place des subventions de septembre à novembre 2024. Les mesures temporaires d'aide à la pompe introduites en janvier 2022 ont été reconduites à plusieurs reprises et seront en vigueur au moins jusqu'à fin 2024. En septembre 2024, l'inflation globale atteignait 2,4 %, et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) progressait de 1,7 %. Cette dernière n'a toutefois contribué que pour 1 point de pourcentage à l'inflation, l'alimentation ayant contribué à la même hauteur et l'énergie pour 0,4 point.

4. Pour plus de détails, voir [les résultats de l'enquête mensuelle sur l'emploi publiés par le ministère du Travail \(MHLW\)](#).

Si l'on se concentre sur la décomposition de l'inflation totale entre prix des biens et des services, la BoJ s'est félicitée que la progression des prix des services devienne enfin positive : 1,8 % en moyenne sur un an depuis janvier 2023 (contre 0,2 % en moyenne depuis 2011, hors la période de hausse de la TVA en 2014), même si elle reste bien moindre que celle du prix des biens (4,1 % depuis 2023, contre 1,4 % en moyenne depuis 2011).

La progression enfin positive des salaires réels soutiendrait la consommation

Une lente normalisation de la politique monétaire mais un soutien budgétaire toujours présent

Le cercle vertueux entre salaires et prix pour sortir de la déflation des dernières décennies semble se mettre en place au Japon. En reproduisant le modèle de Bernanke et Blanchard⁵ pour le Japon, Nakamura *et al.*⁶ montrent que la hausse récente des prix ne s'explique plus par la progression des prix d'importations (énergie et alimentaire) ni par les conditions d'offre et de demande, mais par le changement de comportement de fixation des salaires et des prix des entreprises. Il semble qu'un réancrage des anticipations soit en cours, incitant les entreprises à augmenter les salaires et les prix, ce qui contribue désormais au maintien d'une inflation supérieure à 2 %⁷. Dans son discours du 3 octobre 2024, Asahi Noguchi, un des membres du conseil de la BoJ, a mis en avant la sortie de l'économie japonaise d'une situation dans laquelle la progression de l'inflation et des salaires presque nulle était devenue la norme depuis 25 ans (ce qu'il appelle : « *zero norm economy* »)⁸. La BoJ salue également le fait que les hausses de salaires n'aient pas eu lieu que dans les grandes entreprises, mais se soient également diffusées dans les différents secteurs d'activité et dans des entreprises de toute taille, et que les anticipations d'inflation des entreprises et des ménages aient augmenté.

5. Bernanke B. et O. Blanchard, 2024, « Analysing the inflation burst in eleven economies », in : B. English, K. Forbes et Á. Ubide (eds), *Monetary policy responses to the post-pandemic inflation*, Londres, CEPR Press.

6. Nakamura K., S. Nakano, M. Osada et H. Yamamoto, 2024, « [What caused the pandemic-era inflation? Application of the Bernanke-Blanchard model to Japan](#) », *Bank of Japan Working Paper*, n° 24-E-1.

7. Pour une synthèse rapide, voir Bank of Japan, 2024, « [Outlook for economic activity and prices. Box 3 : Relationship between wages and prices in Japan](#) », octobre, p. 51.

8. Sur ce sujet, voir également l'intervention de Yoshihiko Hogen : « [On the zero-inflation norm of Japanese firms](#) », lors de la conférence 2024 BOJ-IMES du 27-28 mai 2024 (« Price dynamics and monetary policy challenges – Lessons learned and going forward »).

Nous supposons que l'inflation resterait proche de 2 % à l'horizon de la prévision, conduisant la BoJ à revenir prudemment vers une politique monétaire plus conventionnelle. Après la décision du 19 mars 2024 de mettre fin aux taux directeurs négatifs et au contrôle de la courbe des taux, elle a augmenté légèrement le taux au jour le jour le 31 juillet 2024 de 0-0,1 % à 0,25 %⁹. Concernant les achats d'actifs, après avoir décidé en mars 2024 de cesser les achats de fonds négociés en bourse (ETF) et de fonds de placement immobilier japonais (J-REIT) et de réduire progressivement le montant des acquisitions de « *commercial papers* » et d'obligations d'entreprises pour cesser d'ici 2025, elle a annoncé en juillet qu'elle réduirait également graduellement ses achats de titres publics (de 400 billions de yens par trimestre, pour atteindre 3 trillions de yens par mois au 1^{er} trimestre 2026)¹⁰. La taille de son bilan continuerait néanmoins d'augmenter, contrairement aux autres banques centrales qui n'achètent plus de titres et dont le bilan se réduit nettement. La BoJ a indiqué qu'elle ajusterait ses achats si les taux longs augmentaient trop rapidement. Elle devrait également se montrer particulièrement attentive aux évolutions du taux de change du yen. En effet, comme elle l'a souligné dans ses perspectives de juillet 2024, compte tenu du changement de comportement récent des entreprises concernant la fixation des prix et des salaires, l'évolution du cours du yen devrait avoir davantage d'impact sur les prix.

Compte tenu des dernières prévisions macroéconomiques de la Banque du Japon du 31 juillet 2024¹¹ et de son discours après la réunion du 20 septembre, nous attendons deux resserrements des taux directeurs d'ici fin 2025. Le premier interviendrait début 2025 et le second fin 2025. Les taux d'intérêt à long terme resteraient proches de 1 % en raison d'une baisse seulement progressive des achats de titres publics à 10 ans par la BoJ.

Ce léger resserrement de la politique monétaire japonaise, combiné aux perspectives de baisse des taux américains, qui se sont concrétisées mi-septembre, et aux effets de débouclage d'opérations

9. Pour plus de détails, voir : « [Decisions at the July MPM \(1\) : Change in the guideline for money market operations](#) ».

10. Elle a déclaré qu'il y aurait un bilan d'étape lors de la réunion de juin 2025, avec une évaluation du plan de réduction d'achats de JGB déjà mis en œuvre et l'impact sur le fonctionnement du marché obligataire. Un nouveau plan d'achats sera publié à partir d'avril 2026.

11. La BoJ prévoit une inflation hors alimentaire frais et énergie de 1,9 % en 2024 puis 2025 (années fiscales) et une croissance du PIB de 0,6 % puis 1 % (pour respectivement les années fiscales 2024 et 2025).

de *carry trade*¹² ont entraîné une légère réappréciation du yen, de 160 yens pour 1 dollar début juillet vers 140 yens mi-septembre 2024. Après la réunion du 20 septembre où la BoJ a laissé sa politique inchangée, le yen s'est déprécié à nouveau mais sans revenir au pic de l'été 2024. Étant donné les baisses de taux prévues aux États-Unis et les hausses prévues au Japon, le taux de change se stabiliserait à 140 yens pour 1 dollar en 2025.

Le changement de Premier ministre fin septembre et les élections législatives anticipées de fin octobre 2024 ouvrent certes une nouvelle ère politique, le gouvernement ne disposant que d'une majorité relative au Parlement. Nous faisons l'hypothèse que l'impulsion budgétaire serait légèrement positive pour l'année fiscale 2025-2026 à venir et continuerait à soutenir les ménages touchés par les hausses de prix en 2025, mais dans une moindre mesure qu'en 2024. Le déficit public se dégraderait à 6,5 % du PIB en 2024 étant donné la faible croissance, avant de diminuer à 5 % du PIB en 2025. La dette publique baisserait légèrement, à 251 % du PIB en 2024, puis 248 en 2025.

Retour vers le niveau potentiel

Étant donné le très mauvais premier trimestre 2024, l'acquis de croissance à la mi-2024 s'élève à -0,3 %. Les premières informations pour le troisième trimestre 2024 laissent entrevoir une progression modérée de la consommation des ménages : l'indice d'activité de consommation de la BoJ a augmenté en juillet et août 2024 par rapport au deuxième trimestre, et l'indice de confiance des consommateurs s'est redressé sous l'impulsion de l'amélioration du jugement sur le revenu des ménages. La consommation privée bénéficierait d'ici fin 2024 et en 2025 de l'accélération des salaires nominaux. En effet, les résultats de juillet 2024 des négociations salariales rendues publiques par Rengo sont particulièrement dynamiques en 2024 (voir encadré). Même si la majorité des salariés ne sont pas couverts par ces négociations, les augmentations de salaires négociées devraient

12. Ce point est développé dans une publication de la Banque des règlements internationaux : Aquilina M., M. Lombradi, A. Schrimpf et V. Susko, 2024, « *The market turbulence and carry trade unwind of August 2024* », *BIS Bulletin*, n° 90. Les changements d'anticipations des marchés concernant les politiques monétaires japonaises et américaines ont conduit à une hausse de la volatilité sur les marchés des changes en juillet et surtout début août 2024 : cette situation a amené les investisseurs qui empruntent des actifs à faible rendement (comme le yen) pour investir dans des devises à rendement plus élevé (comme le dollar) à liquider une partie de ces opérations. Ces dernières, qui sont souvent réalisées via des produits dérivés de change (swaps de change, options, contrats à terme...), génèrent en effet des rendements faibles mais constants tant que la volatilité est faible.

d'autant mieux se transmettre aux salaires effectifs que le marché du travail est très tendu¹³. À ce premier effet positif pour les salariés, s'ajouterait l'impact de l'augmentation de 5,1 % en moyenne du salaire minimum à partir d'octobre 2024, avec des progressions plus fortes encore dans les préfectures où le salaire minimum est le plus faible¹⁴. Les salariés bénéficieraient enfin de progressions de salaires supérieures à l'inflation : la combinaison de salaires nominaux plus dynamiques et d'une moindre inflation conduirait à une poursuite de l'augmentation des salaires réels, observée depuis juin 2024. L'emploi ne croîtrait que faiblement, mais le taux de chômage baisserait légèrement à 2,4 % fin 2025, en lien avec le ralentissement de la population active. Le taux d'épargne baisserait légèrement vers 3 % à l'horizon de la prévision.

L'inflation resterait légèrement supérieure à 2 % début 2025 avant de revenir à 1,9 % au second semestre 2025. Les prix de l'énergie seraient poussés à la hausse début 2025 en raison de la fin des mesures gouvernementales prises en 2023 et poursuivies en partie en 2024 pour continuer de contenir sous les 3 % le taux de croissance des prix à la consommation, sous forme de subventions au tarif de l'électricité et du gaz principalement. Néanmoins, étant donné nos hypothèses sur le prix du pétrole et l'appréciation du yen, les prix à l'importation décélèreraient. Quant à l'inflation sous-jacente, elle progresserait autour de 2 %, dans un contexte d'amélioration de l'output gap, et de perspectives de prix en hausse en raison de la mise en place du cercle vertueux tant attendu au Japon entre salaires et prix.

Concernant l'investissement productif, les résultats de l'enquête Tankan de septembre 2024 indiquent que les entreprises prévoient une croissance nettement positive de leurs projets d'investissements pour l'année fiscale 2024 (avril 2024 à mars 2025). La croissance de l'investissement résidentiel resterait en revanche plus modérée. En conséquence, nous inscrivons dans nos prévisions une croissance modérée de l'investissement global (0,7 % en 2024, puis 1,4 % en 2025).

La demande adressée aux entreprises exportatrices japonaises progresserait un peu moins vite qu'au premier semestre 2024, à 0,8 %

13. Selon l'enquête Tankan, l'indice de diffusion des conditions d'emploi est à un niveau très élevé, en particulier dans le secteur des services.

14. Au Japon, ce sont en effet les préfectures qui fixent le nouveau niveau du salaire minimum effectif à partir d'octobre, en s'orientant sur la décision du Conseil central du salaire minimum rendue en juillet ou en août selon les années. Depuis octobre 2024, il est en moyenne de 1 054 yens par heure. Le gouvernement a indiqué qu'il avait l'intention de relever le salaire minimum à 1 500 yens par heure (moyenne nationale pondérée) d'ici le milieu des années 2030.

par trimestre jusqu'à la fin de l'année 2025. Les parts de marché seraient quasiment stables d'ici l'horizon de prévision. Depuis fin 2022, les exportations vers la Chine n'ont pas progressé, notamment en raison de la faiblesse des exportations de biens intermédiaires (proches de leur niveau de 2019), tandis que les exportations vers les autres pays d'Asie et vers l'Union européenne se sont nettement redressées récemment. *In fine*, le commerce japonais continuerait d'être tiré principalement par ses partenaires asiatiques (et avant tout par les biens liés aux technologies de l'information), malgré le léger ralentissement de l'Asie hors Chine (voir fiche émergents).

Sur l'ensemble de l'année 2024, le PIB resterait stable avant de progresser de 1,2 % en 2025, soit au-dessus de la croissance potentielle, estimée à 0,7 % par la BoJ. L'output gap se refermerait à l'horizon de la prévision.

Encadré. Des négociations salariales enfin favorables au pouvoir d'achat des ménages

Début mars 2024, Rengo, la plus importante confédération de syndicats, avait indiqué que les augmentations de salaires demandées par ses syndicats dans le cadre des négociations de printemps (« *shunto* ») atteignaient 5,8 % en moyenne pour l'année fiscale 2024 (contre 4,5 % en 2023 et 3 % en 2022). Sur ces 5,8 % de hausse, 4,3 % concernent le salaire de base, le pourcentage additionnel (1,6 %) prenant en compte l'ancienneté.

Les résultats définitifs des négociations ont été connus début juillet et font état de hausses de salaires accordées de 5,1 %, dont 3,6 % pour les salaires de base. Elles sont donc largement supérieures à celles de 2023 (respectivement 3,6 % et 2,1 %).

La progression du salaire de base est particulièrement importante, puisque c'est sur elle que s'orientent les salaires de base effectifs (indépendamment des primes et des heures supplémentaires). Elle est comprise entre 2,9 pour les entreprises où il y a moins de 100 personnes syndiquées (2 % des effectifs recensés par Rengo) et 3,6 % pour les entreprises où il y a moins de 1 000 salariés syndiqués (72 % de l'effectif).

Dans un [encadré relatif aux négociations salariales](#), publié dans les perspectives de juillet 2024, la BoJ, en analysant les dernières données micro de salaires négociés fournies par Rengo (c'est-à-dire concernant des entreprises ayant des syndicats appartenant à Rengo, donc essentiellement des syndicats de grandes entreprises), conclut que :

- Les progressions de salaires de base ne concernent pas que les plus grandes entreprises mais l'ensemble des entreprises suivies même si les progressions de salaire y sont moindres ;

- La distribution des augmentations de salaires entre 2022 et 2024 a largement évolué : elle n'est plus concentrée entre 0 et 1 % mais s'est aplatie et décalée vers des pics à 4 % dans le secteur manufacturier et entre 2 et 3 % dans le secteur non manufacturier.

La Boj s'appuie aussi sur des données de salaires effectifs issues d'une enquête spéciale conduite par le ministère des Finances auprès des petites et moyennes entreprises dont la capitalisation est inférieure à 1 milliard de yens. Sur l'année fiscale 2024, la part des entreprises qui n'augmentent pas les salaires de base est d'environ 35 %, contre 45 % l'année passée. Et parmi les entreprises qui augmentent le salaire de base de leurs salariés, la distribution des hausses s'est déplacée vers la droite avec davantage d'entreprises versant des augmentations de salaires importantes. Les progressions de salaires pour ces entreprises sont donc moins répandues que les résultats du *shunto* annuels, mais quand elles existent, elles se rapprochent de celles négociées dans le secteur des services pour les grandes entreprises.

Après avoir mis l'accent plus spécifiquement sur les progressions des salaires de base qui sont le plus comparables aux données de salaires de base effectifs publiées par le ministère du Travail et sont la composante la plus stable des rémunérations (*i.e.* hors heures supplémentaires et primes), nous allons faire le point sur l'ensemble des augmentations salariales.

Dans le sillage des négociations salariales de cette année, l'enquête *Monthly Labour Survey* de juillet 2024 montre que la croissance des salaires nominaux a largement accéléré en juin et juillet 2024 (à 4,5 % sur un an, puis 3,4 % sur un an). Cette enquête qui concerne les entreprises d'au moins 5 salariés détaille aussi les résultats pour les entreprises d'au moins 30 salariés. Pour ces dernières, les augmentations sont respectivement de 4,4 % et 3,7 %, proches de l'ensemble des entreprises d'au moins 5 salariés. En plus de la hausse du salaire de base, les primes se sont accrues dans un contexte de profits des entreprises élevés [1].

[1] Pour plus de détails sur l'évolution des salaires nominaux et réels selon la taille de l'entreprise, le type d'emplois et la décomposition de la rémunération en salaire de base et autres composantes, voir Saito J., 2024, « [Is real wage still falling in Japan?](#) », JCER, 18 juillet.
