



Analyse thématique — T3 2022
Japon

Le Japon résiste mieux que le reste du G7, mais pour combien de temps?

Meilleure résistance de l'économie japonaise mais politique monétaire insoutenable à moyen terme

L'économie japonaise a mieux résisté que les autres économies développées au choc énergétique de ces derniers mois. Au second trimestre, la croissance du PIB a même dépassé son potentiel à 2.2% l'an. Avec le recul des contraintes de l'offre, en particulier les goulets d'étranglement dans les transports et dans la production de composants électroniques, la production industrielle s'est redressée ces derniers mois, notamment dans le secteur des équipements de transport. Parallèlement, avec l'assouplissement des restrictions sanitaires, la consommation privée a suivi une tendance à la reprise, en particulier dans les services. Bien que la croissance des revenus des ménages reste morose, la reprise de la « mobilité » permet un redémarrage de la consommation, soutenue par un déblocage de l'épargne excédentaire. Toutefois, à partir de cet automne, l'économie devrait ralentir. En effet, la croissance mondiale se tasse et la demande adressée au Japon va décélérer, voire reculer. Les exportations devraient donc ralentir au cours des prochains mois. Les Etats-Unis, premier marché des exportations, pourraient entrer en récession d'ici la fin de l'année. Par ailleurs, le coup d'arrêt de l'activité en Chine est un autre facteur de ralentissement.

Un autre paramètre de ralentissement de l'activité vient de la situation sanitaire qui s'est dégradée au cours des dernières semaines et pourrait affecter à nouveau la consommation des ménages. Bien que le gouvernement n'ait pas encore introduit de nouvelles mesures de restrictions, les ménages pourraient rester très prudents et augmenter leur taux d'épargne au détriment de leurs dépenses de consommation. Enfin, la hausse des prix, en particulier ceux de l'énergie et de l'alimentation, entame le pouvoir d'achat des ménages et réduit la marge des entreprises qui ne peuvent pas répercuter ces hausses sur les prix de vente. La croissance devrait donc revenir vers son potentiel au cours du 3e trimestre à 1.6% l'an environ. Sur l'ensemble de l'année, l'avance du PIB serait de 1.4%. En 2023, compte tenu de la meilleure résistance de l'économie japonaise au choc inflationniste, le PIB progresserait d'un peu plus de 1%, un rythme supérieur aux pays européens et aux Etats-Unis. La spécificité de cette meilleure résistance réside dans la politique monétaire qui n'a pas été modifiée (pas de resserrement monétaire) et à la chute du yen face aux principales autres devises occidentales.

Examinons maintenant quelques aspects clé de l'économie japonaise, en particulier la fin de la déflation, la politique monétaire et l'évolution du yen et son impact sur l'ensemble de l'économie.

Fig.1: Croissance potentielle du PIB

Source: Barclays

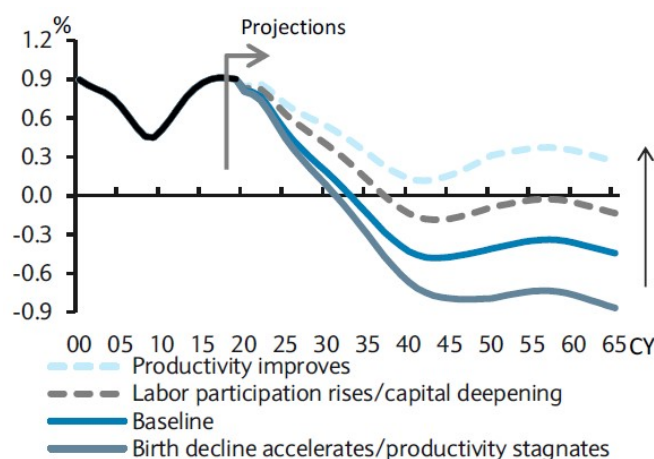
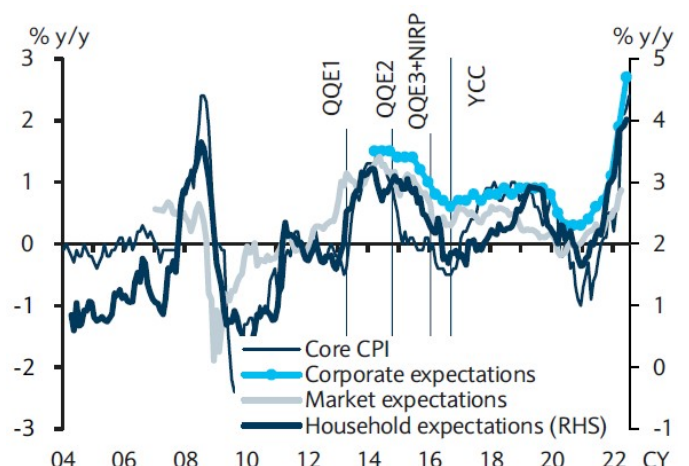


Fig.2: Inflation

Source: Barclays



1/ Inflation sans précédent

Près de dix ans après que la Banque du Japon (BoJ) ait officiellement fixé l'objectif d'inflation à 2 %, la hausse des prix à la consommation japonaise a finalement dépassé cet objectif en avril dernier. Cependant, ce qui distingue le Japon des autres économies développées est la double nature de l'inflation. En effet, les prix à l'importation sont pour l'instant la seule source de la poussée inflationniste, alors que les prix intérieurs restent stables. Ainsi, les prix à l'importation ont bondi de 46.3% sur un an en juin, alors que l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) n'a augmenté que de +0,2% .

A noter que l'économie japonaise est plus vulnérable à une forte hausse des prix mondiaux des matières premières que les autres pays industriels, en raison de sa forte dépendance aux importations de produits alimentaires et d'énergie. L'indépendance énergétique et alimentaire du Japon est l'une des plus faibles parmi les pays de l'OCDE avec un taux d'autosuffisance respectivement de 11,8 % et 37,0 % en 2018. Par ailleurs, la flambée des prix des produits de base a entraîné une forte baisse des termes de l'échange, qui a porté les pertes commerciales à un niveau historique de -2,2 % du revenu intérieur brut (RIB) au cours du 1er trimestre de cette année (voir figure 5). Comme les déficits commerciaux liés à ces importations réduisent le revenu intérieur, l'augmentation des transferts de revenus vers l'étranger a renforcé la pression déflationniste avec un « output gap » qui est ressorti à -3,6 % du PIB.

Ces évolutions de prix suggèrent que l'inflation observée actuellement n'a pas un caractère durable, ce qui a des implications importantes sur la politique monétaire de la BoJ.

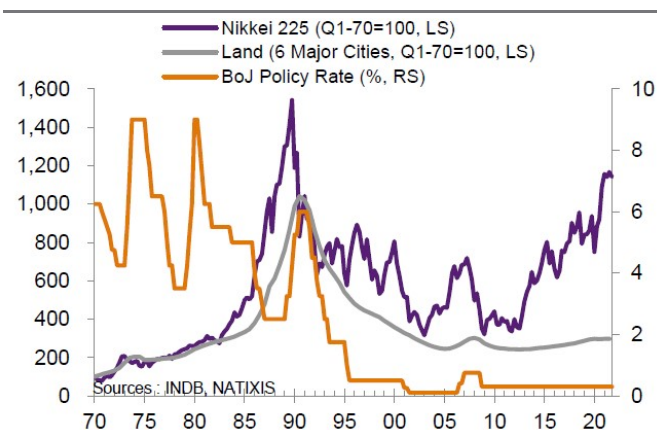
Fig.3: Prévisions de politique monétaire

Source: Barclays

	Downside case	Baseline scenario	Upside case
FY22-23	← No change →		
Apr-Sep 2024	YCC target shortened → Return to conventional policy (one short-term policy rate)		
2024 Oct (NIRP lifted/ZIRP restored)	+10bp (0.00%)	+10bp (0.00%)	+10bp (0.00%)
2025 Apr		+10bp (0.10%)	+20bp (0.20%)
Oct		+10bp (0.20%)	+20bp (0.40%)
2026 Apr	+10bp (0.10%)	+10bp (0.30%)	+20bp (0.60%)
Oct		+10bp (0.40%)	+20bp (0.80%)
2027 Apr	+10bp (0.20%)	+10bp (0.50%)	+20bp (1.00%)
Policy rate level (terminal rate)	0.20%	0.50%	1.00%

Fig.4: Bourse, prix fonciers et taux directeur

Source: Natixis

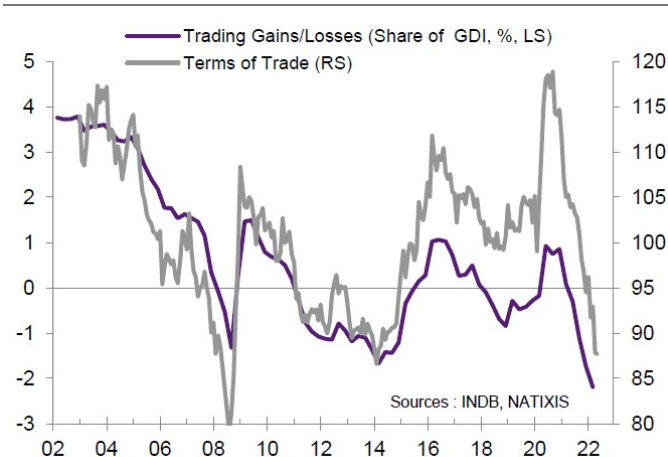


2/ Politique monétaire sous pression

L'accélération de l'inflation (même si elle n'est qu'apparente) pourrait paradoxalement aider la BoJ. En effet, la BoJ est coincée entre le contrôle de l'inflation et de la courbe des taux (YCC), qu'elle s'est elle-même imposée et qui l'oblige à intervenir pour maintenir les rendements des obligations d'Etat japonaises (JGB) au niveau préannoncé, avec comme conséquence la dévaluation constante du yen face au dollar. La question cruciale est de savoir si cette inflation peut s'accroître avec une boucle prix-salaires, comme cela semble le cas aux Etats-Unis. En fait, sans une augmentation des salaires, la hausse de l'inflation réduirait la consommation privée par le biais de la baisse des salaires réels, ce qui serait déflationniste pour l'économie japonaise. Mais, les entreprises japonaises ont une marge de manœuvre limitée pour augmenter les salaires, car leurs marges se réduisent également en raison de la hausse des prix des importations.

Fig.5 : Termes de l'échange

Source: Natixis



3/ Les ménages voient leur pouvoir d'achat reculer

Avec l'accélération de l'inflation, est-ce que les salaires vont également progresser pour palier la perte de pouvoir d'achat des ménages? Jusqu'à présent, la croissance des salaires nominaux a été structurellement faible, à environ 1%. Donc, même une faible hausse de l'inflation entraînerait une baisse des salaires réels. Mais, bien que les anticipations d'inflation aient augmenté, les entreprises ont une marge de manœuvre limitée pour augmenter les salaires, car leurs bénéfices sont sous pression, en raison de la forte hausse des coûts. Même dans le secteur des services qui a créé 82 % de l'emploi du secteur privé en 2021, le ton est à la prudence pour les augmentations de salaires, car les marges de ce secteur sont également sous pression. Les salaires ne devraient donc pas augmenter aussi vite que l'inflation, ce qui devrait provoquer une poursuite de la perte de pouvoir d'achat des ménages et une consommation atone pour les prochains mois.

4/ Resserrement monétaire ou non?

Le resserrement monétaire opéré par les principales banques centrales du G7 (Fed, BCE et BoE) a forcé la banque centrale japonaise à modifier sa politique en raison de la chute du yen qui alimente l'inflation et le transfert des revenus vers l'étranger. La BoJ a donc décidé, déjà, de ne pas prolonger le programme d'achat supplémentaire introduit pour stabiliser l'économie face à la pandémie. Jusqu'à présent, la BoJ a maintenu sa politique du « YCC », ce qui est la principale raison de la poursuite de la chute de la devise japonaise.

Fig.6 : Evolution des salaires

Source: Natixis

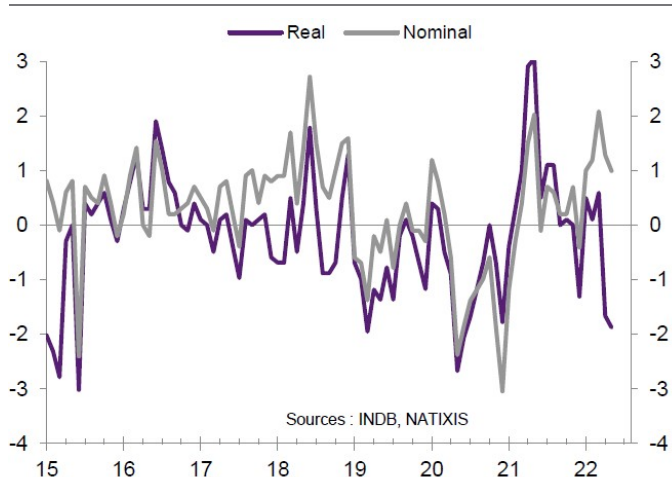
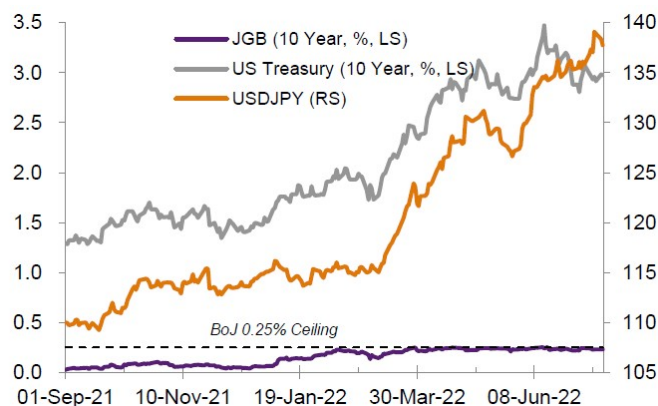


Fig.7 : Rendements obligataires et taux de change

Source: Natixis



La pression exercée sur la BoJ va se poursuivre, ce qui finira par la pousser à prendre des mesures concernant le YCC. La BoJ devrait ainsi élargir la bande dans laquelle le rendement des obligations souveraines à 10 ans peut fluctuer, notamment en relevant le plafond à 1% pour le rendement des JGB à 10 ans. Cela permettra de gagner un peu plus de flexibilité pour faire face au durcissement des conditions monétaires mondiales et empêcher une dépréciation rapide du yen, tout en maintenant une politique monétaire accommodante pour atteindre son objectif d'inflation de 2%. En conclusion, la politique monétaire extraordinaire de la Banque du Japon ne peut coexister avec le resserrement des principales banques centrales. Le différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis a provoqué déjà une chute du yen de 18 % face au dollar depuis le début de l'année (voir figure 7).

Dans tous les cas de figure, la banque centrale japonaise se trouve confrontée à trois problèmes simultanés: une politique monétaire indépendante, la stabilité des taux de change et une politique axée sur le « YCC ». Sans une convergence des économies américaine et japonaise au cours des prochains mois, la politique de la banque centrale japonaise pourrait provoquer à l'inverse de ses objectifs de soutien à l'économie « YCC » une poursuite de la chute du yen et un net ralentissement de la demande intérieure, ce qui pourrait déboucher sur une récession en 2023.