

## Japon

### Abenomics, un traitement dangereux

La stratégie du gouvernement Abe repose sur trois piliers : un plan de relance, une politique d'assouplissement monétaire plus énergique, et des réformes structurelles pour soutenir la compétitivité de l'économie japonaise. Cette stratégie a entraîné une forte dépréciation du yen et une hausse du cours des actions. La confiance des entreprises a atteint des niveaux historiquement élevés. Soutenu par ces politiques budgétaires et monétaires accommodantes, le PIB devrait connaître une croissance d'environ 1 % en 2013 et en 2014. Cette stratégie risquée pourrait réussir si le gouvernement parvient à augmenter le potentiel de production et à renforcer la demande du secteur privé.

#### ■ Une stratégie en trois volets

Les élections de décembre ont donné une large victoire au Parti libéral-démocrate (PLD) et son leader, Shinzo Abe, est redevenu premier ministre, poste qu'il avait dû abandonner en 2007. Le PLD a fait campagne sur une plate-forme prévoyant un nouveau plan de relance, une politique d'assouplissement monétaire plus énergique par la Banque du Japon (BoJ), et des réformes structurelles pour soutenir la compétitivité de l'économie japonaise. Ce programme à trois volets a été baptisé *Abenomics*.

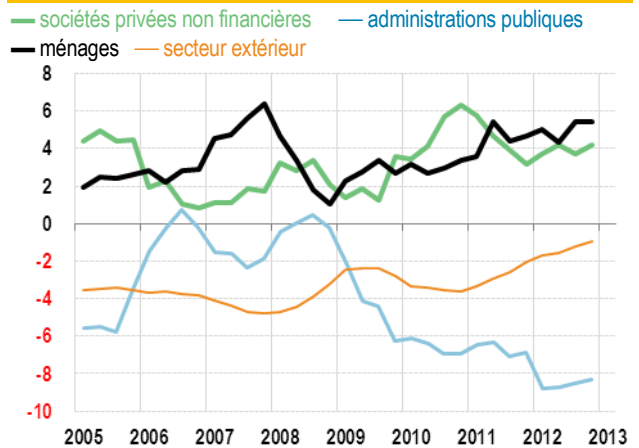
Le gouvernement n'a pas déçu ses électeurs. Dès le début du mois de janvier, le nouveau gouvernement Abe a présenté une rallonge budgétaire de JPY 10 300 mds (2 % du PIB). Si l'on tient compte des contributions des administrations locales et du secteur privé, le montant pourrait atteindre JPY 20 200 mds. Cependant, les effets de ce programme sur la croissance du PIB devraient se limiter à environ 0,5 point en 2013 et 0,2 point en 2014.

Fin janvier, le gouvernement et la BoJ ont publié une déclaration commune annonçant le relèvement de 1 % à 2 % de la cible d'inflation. La BoJ s'est engagée à mener la politique d'assouplissement monétaire qui permettra d'atteindre cet objectif le plus tôt possible. Pour sa part, le gouvernement a promis des mesures pour soutenir la compétitivité et relever le potentiel de croissance de l'économie japonaise. La supervision des politiques macroéconomiques, notamment de la politique monétaire, a été confiée au Conseil de la politique économique et budgétaire, organisme gouvernemental de 11 membres, dont des ministres chargés des politiques économiques et budgétaires, le Gouverneur de la BoJ, des dirigeants d'entreprise et des universitaires. Après avoir été mise en sommeil sous les gouvernements précédents, conduits par le Parti démocrate du Japon (PDJ) entre 2009 et 2012, elle a été remise à l'honneur par Shinzo Abe, Premier ministre. Cette décision porte atteinte à l'indépendance de la BoJ.

La nouvelle stratégie monétaire sera menée par Haruhiko Kuroda, récemment nommé Gouverneur de la BoJ. Lors de son audition de confirmation devant le Parlement, M. Kuroda a imputé la baisse continue des prix depuis 15 ans à la politique trop prudente de la banque centrale. Pour atteindre l'objectif d'inflation, il se propose d'accélérer le programme de

#### 1- Capacité de financement élevée du secteur privé

Excédent financier en % du PIB



Source : Banque du Japon

rachat d'actifs et de l'étendre aux emprunts d'Etat à plus de trois ans. La BoJ pourrait également acheter des actifs plus risqués tels que des fonds indiciels cotés. Toutefois, il s'est déclaré opposé à faire tourner la planche à billets pour financer le déficit budgétaire. Par ailleurs, il se déclare défavorable aux achats d'obligations étrangères, soulignant que la politique de change est du ressort du gouvernement.

#### ■ Regain de confiance extraordinaire

La politique de relance du gouvernement a entraîné une forte dépréciation du yen, avant même que les premières mesures concrètes aient été annoncées. Depuis l'annonce en novembre des élections législatives, le cours des actions japonaises, alors que le yen a reculé d'environ 17% contre l'euro et le dollar. Le gouvernement a salué cette évolution, soutenant que la devise japonaise était surévaluée. Par ailleurs, on a assisté à une amélioration extraordinaire de la confiance des entreprises. Ces derniers mois, les indices de diffusion de l'Enquête auprès des observateurs de l'économie ont atteint des niveaux records. Les entreprises ont amélioré leur rentabilité et sont devenues plus compétitives. Les mises en chantier de logements sont montées en flèche en anticipation de la hausse de la TVA en avril 2014 (de 5 % à 8 %). Les entreprises jugent que les conditions resteront favorables au cours des mois à venir, malgré quelques inquiétudes liées à la hausse du prix des carburants.

Shinzo Abe a demandé aux entreprises japonaises dont la rentabilité s'est améliorée d'envisager une hausse des rémunérations en cohérence avec l'objectif d'inflation de la BoJ et la hausse prévue de la TVA. Cette augmentation des coûts de main-d'œuvre doit contribuer à mettre un terme à la déflation. L'appel du premier ministre a reçu une réponse positive de certains distributeurs qui espèrent qu'une hausse des salaires stimulera la demande intérieure. Toutefois, les entreprises industrielles font preuve de moins d'enthousiasme dans la mesure où, il y a seulement deux mois, beaucoup d'entre elles indiquaient que leurs activités au Japon restaient non rentables.

### ■ Un difficile exercice d'équilibre

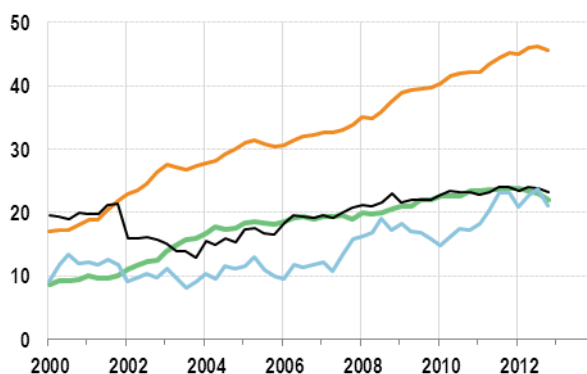
Grâce à ces politiques de relance budgétaire et monétaire, le PIB devrait enregistrer une croissance d'environ 1 % en 2013 et en 2014. L'inflation devrait progresser de 2.2% en 2014 en grande partie en raison de l'augmentation de 3 points du taux de TVA qui interviendra en avril 2014. Le yen pourrait légèrement s'apprécier au cours des prochains mois, la dépréciation de la devise ayant été excessive. Mais, en 2014, la devise japonaise devrait de nouveau chuter en réaction aux nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif menées par la BoJ tandis que la Fed devrait se préparer à sortir de la politique monétaire non conventionnelle.

La politique de la BoJ ne devrait pas suffire à éliminer la déflation dans l'économie japonaise. Les taux d'intérêt sont déjà proches de zéro, mais l'excédent financier du secteur privé non financier reste à un niveau record en raison de l'absence d'opportunités d'investissement. L'*Abenomics* fonctionnera uniquement si le gouvernement met en place avec le même enthousiasme les autres piliers de sa stratégie. Pour que la reprise soit auto-entretenu, le secteur privé doit devenir le principal moteur de la croissance à la place du secteur public. Le plan de relance, qui comporte des incitations fiscales pour le secteur privé, répond en partie à cette nécessité. Par ailleurs, l'affaiblissement du yen est assurément opportun pour les exportateurs, mais elle ne

## 2- Les assurances sont des grands acheteurs de JGB

Encours de JGB en % du total des actifs financiers

— Banques — Secteur extérieur — Fonds de pension — Assurances



Source : Banque du Japon

constitue pas la panacée pour interrompre la déflation.

Un des leviers importants de la stratégie du gouvernement réside dans la réforme des marchés des biens et du travail pour augmenter le potentiel de croissance. Toutefois, ces réformes risquent de nuire aux intérêts des électeurs traditionnels du PLD. Récemment, le gouvernement a décidé de participer aux discussions concernant l'Accord de Partenariat Trans-Pacifique malgré la forte opposition du lobby agricole. Toutefois, le Japon pourrait encore se retirer de ces négociations dans la mesure où le Premier ministre japonais a clairement indiqué qu'il ne transigerait pas sur les intérêts des agriculteurs japonais.

Un risque majeur est lié à la pression haussière sur les taux à long terme une fois que l'inflation repartira à la hausse. Compte tenu du volume considérable de dette publique détenue par les établissements financiers japonais, une hausse des rendements obligataires pourrait se traduire par des pertes considérables pour le secteur bancaire. Par ailleurs, la dette publique japonaise, déjà très supérieure à 200 % du PIB ; pourrait cesser d'être soutenable, contraignant la BoJ à poursuivre ses achats d'emprunts d'Etat pour maintenir le taux d'intérêt nominal à un niveau faible. Par ailleurs, les autorités pourraient contraindre les établissements financiers, par le biais de la réglementation macro prudentielle, à acheter et à détenir de la dette publique. La banque centrale pourrait temporairement sacrifier la stabilité des prix pour assurer la stabilité du système financier, recourant à l'inflation pour réduire la dette publique en termes réels.

Raymond Van der Putten

[raymond.vanderputten@bnpparibas.com](mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com)

## Synthèse des prévisions

### Activité

Variations annuelles, vol, %	2012	2013 e	2014 e
<b>PIB</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>
Consommation privée	2,4	1,0	0,3
Dépenses publiques	4,3	2,2	2,4
Investissements fixes privés	2,3	1,0	1,1
Exportations nettes (contribution)	-0,7	-0,5	0,0

### Inflation, chômage

Variations annuelles, %	2012	2013 e	2014 e
Indice des prix à la consommation (IPC)	-0,0	0,1	2,2
IPC hors alimentaire & énergie	-0,6	-0,3	1,8
Taux de chômage - niveau, % -	4,4	3,8	3,7

### Comptes extérieurs et publics

% PIB	2012	2013 e	2014 e
Balance courante	1,1	0,6	0,6
Solde des Adm. Publiques, % PIB	-10,0	-10,5	-9,4
Dette publique, % PIB	213	222	229

e : Estimations, prévisions : BNP Paribas ; vol : volumes