

## La consommation des ménages toujours en panne

L'estimation préliminaire du PIB pour le T3 montre une contraction de -0,5% t/t, tandis que les dernières enquêtes de conjoncture confirment le ralentissement de l'activité. Le PMI composite baisse de 1,6 pt en octobre mais se maintient en zone d'expansion, à 50,5. Ce repli s'explique par celui du PMI des services qui chute de 2,2 pts (51,6 contre 53,8 en septembre). Le PMI manufacturier se stabilise en zone de contraction, à 48,7.

Si la confiance des ménages s'est légèrement améliorée au mois d'octobre (+0,5 pt selon l'indice du Cabinet Office), les dépenses de consommation restent très dégradées. Elles reculent pour le 7e mois consécutif en glissement annuel, à -2,8% en septembre, selon l'enquête mensuelle du bureau des statistiques. La demande privée ôte 0,4 pp à la croissance trimestrielle au T3, en raison notamment d'un fort déstockage. Cette faible demande intérieure s'explique aussi par une transmission limitée des profits vers les salaires, malgré un taux de chômage très faible, à 2,6% en septembre. Les salaires réels sont ainsi en baisse de 2,4% a/a en septembre. En réaction à la perte de pouvoir d'achat des ménages, le gouvernement japonais a annoncé de nouvelles mesures budgétaires, pour un montant supérieur à USD 112 mds. Celles-ci incluent notamment des baisses d'impôt sur le revenu et la prolongation, jusqu'au printemps, des subventions sur l'énergie.

L'inflation poursuit l'inflexion observée depuis le mois de juin. Elle s'élevait en septembre à 3,0% a/a, contre 3,3% trois mois auparavant. Toutefois, la Banque du Japon, qui anticipait une diminution plus importante, a révisé à la hausse ses prévisions pour 2023 (de 2,5% à 2,8%) et 2024 (de 1,9% à 2,8%). Le gouverneur de la BoJ, Kazuo Ueda, a annoncé en parallèle des mesures de flexibilité vis-à-vis de la politique de contrôle des taux d'intérêt<sup>1</sup>. Cette décision a conduit à une nouvelle dépréciation du yen par rapport au dollar américain, le taux de change USD/JPY dépassant la barre symbolique de 150, avant un inversement de tendance depuis la mi-novembre.

Dans ce contexte, nous anticipons un rebond de l'activité au T4 2023 (croissance de 0,4% t/t), permettant ainsi, grâce aussi à un acquis très favorable à l'issue du premier semestre, de maintenir une croissance élevée de 1,8% en moyenne annuelle en 2023.

<sup>1</sup> La limite de 1% pour les rendements à 10 ans sur les obligations d'État n'étant plus considérée comme infranchissable mais comme un niveau de référence, niveau précédemment établi à 0,5%.

Guillaume Derrien (avec l'aide de Nassim Khelifi, stagiaire ; achevé de rédiger le 21/11/2023)

## Évolution mensuelle des indicateurs du Japon\*

	nov 22	déc 22	janv 23	févr 23	mars 23	avr 23	mai 23	juin 23	jul 23	août 23	sept 23	oct 23
PMI manufacturier	-0.2	-0.3	-0.3	-0.6	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.4	-0.3
PMI services	0.1	0.2	0.5	0.8	1.0	1.1	1.2	0.8	0.8	0.9	0.8	0.3
PMI manufacturier nouvelles commandes à l'export	-0.9	-0.7	-0.6	-1.3	-0.7	-0.5	-0.6	-0.9	-0.5	-0.3	-0.4	-0.6
PMI manufacturière - emploi	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.5	0.1	0.4	0.4	0.0	0.1	-0.3
Confiance des ménages	-1.9	-1.7	-1.6	-1.6	-1.1	-0.9	-0.7	-0.7	-0.5	-0.7	-0.9	-0.8
Production industrielle	-0.2	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.3	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	
Commandes privées de machines hors éléments volatils	0.2	0.2	1.1	0.6	0.2	0.8	0.0	0.2	0.1	0.1	0.2	
Ventes au détail	0.6	1.0	1.4	2.2	2.0	1.4	1.6	1.6	2.0	2.0	1.7	
Exportations	1.0	0.4	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.3	-0.5	-0.1	
IPC	3.1	3.2	3.4	2.5	2.4	2.6	2.3	2.4	2.3	2.2	2.0	
IPC sous-jacent	2.9	3.1	3.2	3.3	3.5	3.8	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4	
Taux de chômage	1.4	1.3	1.5	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3	1.1	1.1	1.2	
Emploi	0.2	-0.2	0.4	-0.2	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	-0.1	0.0	0.0	
Salaires	1.9	1.6	1.0	0.9	0.7	0.9	1.6	1.4	1.3	1.3	0.9	

\* Les indicateurs sont convertis en « z-scores », i.e. écarts par rapport à la valeur moyenne de long terme (exprimée en écart-type), dont la moyenne est de zéro (sauf pour les PMI/ISM où la moyenne est à 50, seuil entre la zone d'expansion et la zone de contraction de l'activité). Les valeurs positives (négatives) indiquent le nombre d'écart-types supérieurs (inférieurs) à la valeur moyenne.

Note de lecture : la couleur rouge indique une activité dynamique, une inflation forte et un taux de chômage bas, le bleu indique un ralentissement de l'activité, une inflation faible et un taux de chômage élevé.

## Croissance du PIB

Observé				Acquis	Prévision		Prévisions annuelles		
T4 2022	T1 2023	T2 2023	T3 2023	T4 2022	T4 2023	T1 2024	2022 (observé)	2023	2024
-0.1	0.9	1.1	-0.5	0.2	0.4	0.2	0.9	1.8	1.0

Sources : Refinitiv, BNP Paribas

