

UNE SINGULARITÉ ASSUMÉE, MAIS JUSQU'À QUAND ?

Depuis le début de l'année 2022, le Japon fait face à une remontée de l'inflation, certes modérée, mais inédite depuis 2014, tandis que sa croissance a reculé au T1. Le yen s'est déprécié significativement en raison de la politique très accommodante de la Banque du Japon, en décalage avec les autres grandes banques centrales qui ont entamé leur resserrement monétaire. En juin 2022, son gouverneur, Haruhiko Kuroda, jugeait encore la poursuite de la politique de contrôle des taux « nécessaire » pour rehausser l'inflation sous-jacente à un niveau « stable et durable ». Or, la dépréciation de la devise accentue l'inflation importée et détériore davantage le pouvoir d'achat des ménages. À quelques semaines des élections législatives du 25 juillet, le gouvernement renforcera vraisemblablement ses mesures de soutien au pouvoir d'achat.

La Banque du Japon (BoJ) justifie la poursuite de sa politique de contrôle de la courbe des taux en insistant sur le caractère « temporaire » de l'inflation actuelle. L'intégralité de la hausse annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC), de 2,5% en avril 2022, est en effet imputable à l'accroissement des prix de l'énergie et de l'alimentation, des produits essentiellement importés donc fortement soumis à la flambée des prix internationaux des matières premières, que la guerre en Ukraine a amplifiée. Hors énergie et denrées alimentaires périssables (cible d'inflation de la BoJ), l'IPC n'a augmenté que de 0,8% a/a en avril 2022. La faiblesse de ce chiffre est l'autre argument mis en avant par le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda, pour poursuivre la politique de contrôle des taux, jugée « nécessaire » pour rehausser l'inflation sous-jacente à un niveau « stable et durable »¹.

L'absence de hausse généralisée des prix traduit la faiblesse de la demande intérieure, à l'origine du retard de performance qu'accumule le Japon avec les autres pays avancés depuis la reprise de 2021. Au T1 2022, le PIB réel se situait encore 2,5% en dessous de son niveau de 2019, alors qu'il excédait 3,7% aux États-Unis et 0,5% en zone euro. Le PIB japonais s'est contracté au T1 2022 (-0,1% t/t). La consommation de biens durables (-0,8% t/t) et semi-durables (-1,8% t/t) a notamment décliné, freinée par les difficultés d'approvisionnement des entreprises, elles-mêmes pénalisées par les pénuries de composants et les ruptures sur les chaînes d'approvisionnement mondiales, particulièrement en Chine. La consommation de services (-0,1% t/t) s'est également repliée sous l'effet des mesures sanitaires instaurées cet hiver pour freiner l'expansion du variant Omicron.

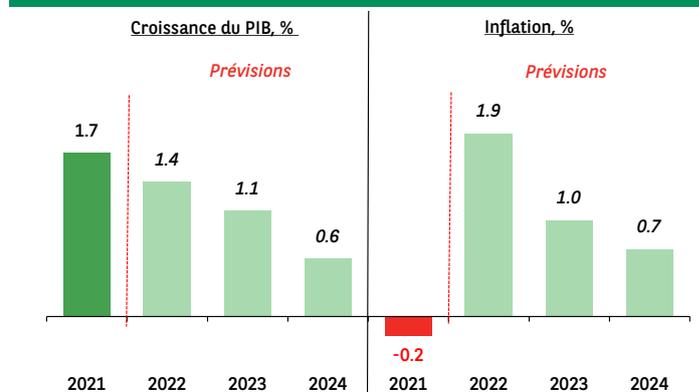
La divergence de politique monétaire entre la BoJ et la Fed a conduit à une forte dépréciation du yen, en chute de 22% par rapport au dollar américain depuis le début de l'année. La détérioration de l'excédent courant japonais pèse également sur la devise. La hausse des prix de l'énergie a renchéri le coût des importations, tandis que la fermeture des frontières, due aux mesures sanitaires, a réduit les recettes extérieures. Au T1 2022, le commerce extérieur a ainsi soustrait 0,4 point de croissance au PIB japonais, la hausse des importations (+3,3% t/t) dépassant nettement celle des exportations (+1,1% t/t).

SOUTIEN AUX MÉNAGES

La dépréciation du yen accentue l'inflation importée, dont l'impact est fortement ressenti par les ménages. Au T1 2022, le pouvoir d'achat a baissé de 2,5% t/t². Pour limiter cette chute, le gouvernement a déployé, depuis fin avril 2022, des mesures de soutien à hauteur de JPY 6,2 trilliards (USD 48,2 mds), qui incluent notamment un chèque de JPY 50 000 (USD 391) par enfant pour les ménages modestes. Majoritairement financées par de la dette, ces mesures aggravent davantage les finances de l'État.

¹ "The Bank's Thinking on Monetary Policy: Toward Achieving the Price Stability Target in a Sustainable and Stable Manner", discours BOJ (6 juin 2022)
² Households Family Income Survey, Statistics Japan, avril 2022

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'OCDE s'attend désormais à un déficit public de 6,9% du PIB en 2022, contre -5,7% en 2021. Les autorités japonaises ont, par ailleurs, renoncé à l'objectif de réaliser un excédent budgétaire primaire d'ici 2025. Toutefois, les recettes fiscales seront soutenues par le rebond attendu de la consommation privée, permise par le retrait des mesures sanitaires et la réouverture des frontières aux touristes. En place depuis mars 2020, la levée partielle de cette mesure permettra, selon le gouvernement, 20 000 entrées quotidiennes dans le pays, ce qui reste néanmoins très inférieur à la moyenne de 88 000 en 2019 (METI).

Au-delà des mesures conjoncturelles, le gouvernement compte transformer son modèle de croissance pour favoriser l'émergence d'un « nouveau capitalisme », plus soutenable et équitable à long terme. Il s'agirait de mieux partager la valeur ajoutée entre profits et salaires. Les trois « flèches » érigées par son prédécesseur Shinzo Abe pourraient alors laisser place à des politiques redistributives envers les ménages et des mesures plus strictes à l'égard des entreprises. Une feuille de route plus précise de ce plan devrait être présentée à l'issue de l'élection de la Chambre des Conseillers en juillet 2022, élection pour laquelle le parti au pouvoir, le Parti libéral-démocrate, fait une nouvelle fois office de favori.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

(avec la collaboration d'Elias Krief, stagiaire)

