

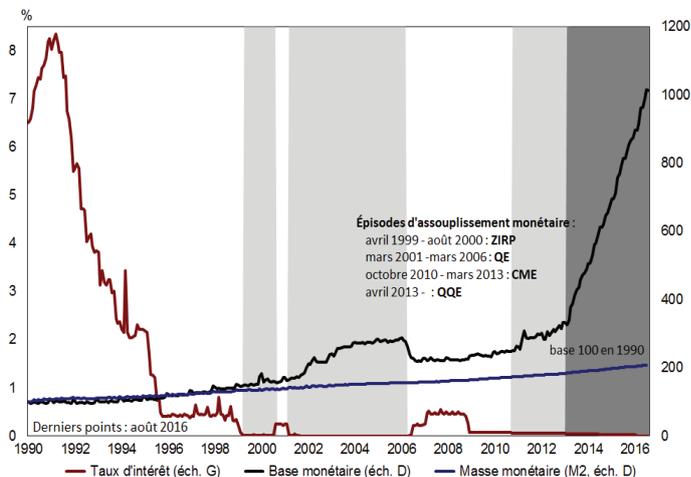
## Le Japon face à la déflation : quel bilan des *Abenomics* ?

- Le Japon est entré en déflation à la fin des années 1990 en raison de facteurs structurels, comme l'essoufflement des effets positifs du rattrapage technologique et le vieillissement de la population, et conjoncturels, comme la correction qui a fait suite à la bulle immobilière et boursière ou à la crise des pays asiatiques de fin 1997. Depuis, le Japon n'a plus connu de façon durable une inflation positive.
- L'économie ne s'est pas redressée dans les années 2000 du fait probablement d'un *policy-mix* mal adapté et en l'absence de réformes structurelles d'envergure. Les *Abenomics*, lancées en décembre 2012, s'attaquent à ces vulnérabilités de l'économie japonaise pour sortir de manière durable le pays de la déflation et redynamiser la croissance *via* un soutien budgétaire et monétaire à court terme complétée par la mise en place de réformes structurelles et d'une trajectoire d'assainissement budgétaire à moyen terme.
- Quatre ans après leur lancement, le bilan des *Abenomics* est néanmoins mitigé. Les premiers effets encourageants du choc de confiance observés en 2013 et de la dépréciation du yen se sont dissipés. La politique monétaire a favorisé la sortie de déflation, mais l'évolution du crédit demeure atone et des effets massifs sur la réallocation des portefeuilles financiers tardent à se manifester. Au-delà d'un soutien à court terme, le maintien d'une politique budgétaire accommodante entre en contradiction avec les objectifs de consolidation et certaines réformes structurelles tardent à être mises en place ou sont encore à l'étude.
- Le principal enjeu à court terme reste la réponse des salaires à l'évolution des prix. Dans un premier temps, la nature des emplois créés a limité l'effet sur l'évolution des salaires de l'intensification des tensions observées sur le marché du travail. Toutefois, les pénuries sectorielles sur la période récente commencent à exercer une pression à la hausse sur les salaires. Cette évolution devra se poursuivre pour permettre l'enclenchement d'une boucle prix-salaires susceptible d'assurer une sortie durable de la déflation.
- À plus long terme, l'enjeu majeur des *Abenomics* est la mise en place effective des réformes (productivité, population active) indispensables pour corriger les fragilités structurelles de l'économie japonaise. Les effets attendus de ces réformes à long terme et la poursuite des efforts de consolidation budgétaire à moyen terme permettraient également de limiter les effets d'une hausse des taux d'intérêt, même si les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette publique restent limitées à ce stade car elle est détenue en majeure partie par les résidents.
- Au final, la difficulté du Japon à sortir durablement de la déflation incite les économies développées à tirer les leçons de l'expérience japonaise pour mieux calibrer les réponses de la politique économique à l'évolution peu dynamique des prix et de l'activité. Il paraît ainsi utile de prévenir le risque d'entrée en déflation pour éviter un « désancrage » des anticipations. Par ailleurs, le possible effet déflationniste du vieillissement de la population encourage la mise en place de réformes contrant le déclin de la population active pour limiter cet effet.

Source : Bank of Japan (BoJ).

Note de lecture : La « base monétaire » se compose : (i) des billets et pièces en circulation et (ii) des avoirs monétaires détenus par les titulaires de comptes auprès de la banque centrale (notamment les « réserves » des banques).

Évolutions de la base et masse monétaires et du taux d'intérêt directeur



## 1. Les *Abenomics* s'attaquent aux fragilités structurelles de l'économie japonaise pour sortir de manière durable le pays de la déflation

### 1.1 Un *policy-mix* mal adapté et des facteurs structurels ont entraîné l'entrée du Japon en déflation

La perception dominante sur le Japon a changé depuis vingt ans de celle d'un pays qui a tout réussi dans les années 1980 à celui d'un pays incapable d'évoluer depuis les années 1990. Le ralentissement de l'économie japonaise au début des années 1990 est dû à des causes structurelles, comme l'essoufflement des effets positifs du rattrapage technologique, et à des causes conjoncturelles.

La politique monétaire très accommodante dans les années 1980, qui visait à atténuer l'appréciation du yen face au dollar après les accords du Plaza de 1985, a contribué au développement d'une bulle immobilière et d'un fort endettement des entreprises, favorisé en partie par une faible supervision financière<sup>1</sup>. L'augmentation tardive des taux d'intérêt à partir de 1989 a entraîné le retournement du marché boursier en 1990 et du marché immobilier en 1991. Le yen s'est par la suite fortement apprécié pénalisant la dynamique des prix, directement, *via* la désinflation importée et, indirectement, en incitant les entreprises à ajuster leurs coûts salariaux pour garder des prix d'exportations compétitifs.

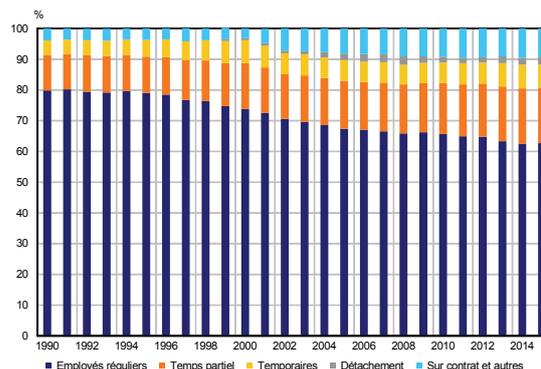
L'activité a cependant bien résisté sur la première moitié des années 1990 soutenue par la demande publique et le commerce extérieur. Dans ce contexte de bonne tenue de l'activité, les autorités japonaises ont augmenté la TVA en avril 1997 et mis en place un programme de consolidation, ce qui a déprimé la demande intérieure. Sur le plan externe, la crise asiatique à la fin de 1997 a lourdement pesé sur la dynamique des exportations. Le Japon est entré en déflation<sup>2</sup> en 1998 après ces deux premiers chocs et la faillite de trois institutions financières importantes. Par la suite, les efforts de désendettement des entreprises et l'ajustement à la baisse des salaires ont contribué à la faiblesse de la demande intérieure et à l'enclenchement d'une spirale déflationniste.

### 1.2 Les fragilités structurelles n'ont pas disparu dans les années 2000 et ont été amplifiées par la crise de 2008 et par la triple catastrophe de Sendai

Au cours des années 2000, l'ajustement à la baisse des salaires s'est poursuivi, malgré un retour de la croissance et une amélioration de la situation financière des entreprises. Cet ajustement a été possible grâce au modèle du

marché du travail japonais qui accorde la priorité à la préservation de l'emploi<sup>3</sup>, au prix d'une flexibilité des salaires et des conditions de travail. La généralisation des emplois non-réguliers depuis les années 1990 (*cf.* graphique 1) et la préférence des entreprises à augmenter la partie variable des salaires auraient conduit les ménages à ne pas ajuster leurs anticipations de revenus futurs, malgré des hausses ponctuelles, et, par conséquent, à ne pas modifier leur niveau de consommation. La consommation est ainsi progressivement devenue moins sensible à la dynamique des salaires qu'aux chocs de confiance ou à la mise en place de mesures ponctuelles de soutien à la consommation.

Graphique 1 : emploi régulier et non-régulier



Source : Ministry of Health, Labour and Welfare (MHLW).

Les années 2000 ont été également marquées par l'accélération du vieillissement de la population qui a pénalisé la croissance potentielle. La part des personnes âgées de plus de 65 ans est passée de 23,5 % en 2000 à 32,2 % en 2012. Cette évolution conjuguée à une très faible natalité a eu pour conséquence une baisse de la population totale et de la population en âge de travailler, qui a commencé à diminuer dès le milieu des années 1990, dans un contexte d'absence de compensation par des flux migratoires. Une deuxième conséquence directe du vieillissement de la population est la hausse des besoins de financement de santé et de retraite. L'impact sur les finances publiques a été cependant limité par la mise en place d'un mécanisme stabilisateur dit de « *macro-slide* », qui réduit le taux de remplacement entre les retraites et les salaires en fonction de la soutenabilité du système des retraites. Le vieillissement de la population aurait favorisé également la dynamique négative des prix (*cf.* encadré 1).

#### Encadré 1 : Quels effets du vieillissement sur l'évolution des prix au Japon ?<sup>a</sup>

Le vieillissement de la population agit sur les prix suite à un changement dans la structure relative des prix. Les évolutions démographiques au Japon depuis les années 1990 ont amplifié la baisse des prix des terrains, qui n'ont pas augmenté depuis la forte baisse enregistrée après l'éclatement de la bulle immobilière. Cette évolution a pesé sur la richesse des ménages et aurait pénalisée la demande et l'évolution des prix.

Le vieillissement conduit également à un changement des habitudes de consommation, les personnes âgées consommant davantage de services que de biens. L'impact de ce mécanisme dépend toutefois de la manière dont l'offre s'ajuste aux évolutions de la demande. Or, l'ajustement plus marqué des salaires, du fait de la nature des emplois, auraient entre-tenu la dynamique baissière des prix, en particulier dans les services, en dépit d'une demande plus dynamique.

Selon des raisonnements en termes de cycle de vie, le vieillissement pourrait cependant favoriser la demande intérieure et, par conséquent, l'évolution des prix, grâce à un comportement de désépargne des ménages. Cependant, une désépargne qui passe essentiellement par un rapatriement des actifs conduirait à une appréciation du taux de change et une baisse de l'inflation importée.

a. Anderson D., Botman D. et Hunt B. (2014), "Is Japan's population aging deflationary?", *Working Paper* n°14/139, FMI.

(1) Ito T. et Mishkin F. (2006), "Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem", *NBER - EASE*, vol. 15.

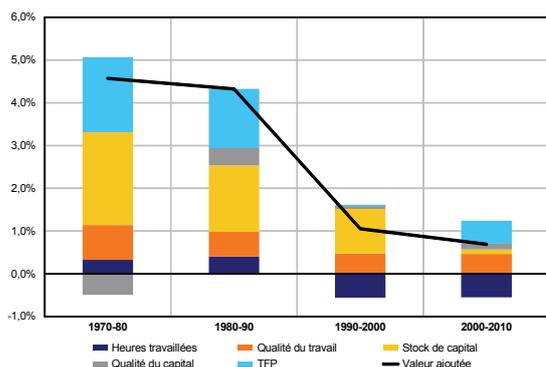
(2) La déflation est une baisse persistante du niveau général des prix.

(3) Sicsic M., Fortin A. (2009), « Les mutations sur le marché de travail japonais et ses conséquences sur le modèle de croissance », *Lettre Trésor-éco* n°65.

**L'insertion progressive dans le commerce mondial de nouveaux pays exportateurs et l'incapacité du Japon à se réorienter vers des secteurs à plus forte valeur ajoutée ont pesé sur la dynamique des exportations.** Le fort potentiel de croissance sur des nouveaux marchés et l'atonie de l'activité sur le marché domestique ont encouragé les entreprises à délocaliser leurs capacités de production.

**Les entreprises ont ainsi relativement peu investi sur le marché domestique face à une demande intérieure et des exportations peu dynamiques.** Ces évolutions ont conduit à un excès d'épargne des entreprises, entraînant un affaiblissement de la demande et le freinage de la croissance (cf. graphique 2).

Graphique 2 : contributions aux variations de la valeur ajoutée dans l'ensemble de l'économie



Source : Research Institut of Economy, Trade and Industry (RIETI).

**Les chocs exogènes de 2008 et 2011 ont amplifié ces fragilités.** La crise de 2008 a conduit à une forte appréciation du yen qui a repris son rôle de valeur refuge conduisant les

entreprises, qui ne pouvaient plus ajuster les salaires à la baisse, à accélérer le processus de délocalisation. Par ailleurs, la forte appréciation du yen a pénalisé les entreprises qui lors de l'épisode de dépréciation entre 2004 et 2006 avaient rapatrié une partie de leurs capacités de production. La triple catastrophe de Sendai a poussé les entreprises à délocaliser davantage et a forcé le gouvernement à mettre en place plusieurs plans de relance réalimentant les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette publique. La consommation, avec le retour de la déflation, est redevenue peu dynamique soutenue seulement par des mesures ponctuelles.

### 1.3 Les *Abenomics* visent dans ce contexte à limiter et inverser l'impact de ces facteurs structurels

**Les *Abenomics*, stratégie économique articulée autour de trois « flèches » (cf. encadré 2) s'attaquent à ces fragilités dans le but de sortir durablement l'économie japonaise de la déflation.** La politique s'inscrit dans la continuité des politiques antérieures, mais comporte aussi des éléments de rupture. Une **première rupture est l'importance accordée à la politique économique dans sa globalité**, qui tranche avec celles des gouvernements précédents ; ou alors davantage focalisés sur des sujets plus restreints. Une **seconde rupture est l'articulation conjointe entre les trois piliers de la politique économique**, alors que les programmes de croissance antérieurs donnaient parfois l'impression d'un catalogue de mesures proposées par différents ministères. **Enfin, la troisième rupture porte sur la politique monétaire** (cf. tableau 1). La *Bank of Japan* (« *Boj* ») a complètement changé son discours<sup>4</sup>. La nouveauté de ce cadre tient à la fois aux objectifs et à l'ampleur des moyens déployés.

Tableau 1 : épisodes d'assouplissement monétaire

Épisodes d'assouplissement monétaire	Période de mise en œuvre	Instruments de politique monétaire	Définition de la stabilité des prix
Politique de taux d'intérêt nul ( <i>Zero Interest Rate Policy</i> - ZIRP)	avril 1999 - août 2000	- Taux d'intérêt	avril 1999 - « craintes de déflation dissipées »
Politique d'assouplissement monétaire quantitatif ( <i>Quantitative Monetary Easing Policy</i> - QMEP)	mars 2001 - mars 2006	- CAB (balance en compte courant) - Achats de JGBs (montant inférieur aux billets en circulation)	mars 2001 - « Inflation sous-jacente positive et stable » octobre 2003 - « Inflation sous-jacente positive et stable, avec une tendance confirmée sur plusieurs mois »
Assouplissement monétaire exhaustif ( <i>Comprehensive and Monetary Easing</i> - CME)	octobre 2010 - mars 2013	- <b>Asset Purchase Program</b> (APP) : JGBs, créances privées, titres risqués (ETF et J-REIT) ; le plafond est progressivement augmenté - <b>Programme de financement</b> (Loan Support Program) : <i>Growth-Supporting Lending Facility</i> (GSLE, juin 2010) et le <i>Stimulating Bank Lending Facility</i> (SBLF, décembre 2012, plafond illimité)	octobre 2010 - « objectif de stabilité des prix à moyen et long terme » février 2012 - objectif d'inflation de 1 % janvier 2013 - cible d'inflation de 2 %
Assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif ( <i>Quantitative and Qualitative Monetary Easing</i> - QE)	avril 2013 -	- <b>Base monétaire</b> : après l'assouplissement fin octobre le montant des achats annuels passe de 60 à 80 Trs¥ - <b>Allongement de la maturité moyenne des titres détenus</b> : suite aux dernières annonces la maturité moyenne des titres détenus devrait passer à 7-10 ans contre 5 ans avant la mise en place de la politique - <b>Engagement</b> de garder inchangée la politique tant que la cible n'est pas atteinte de manière durable - <b>Mise en place d'un taux d'intérêt négatif</b> (janvier 2016) : -0,1 % qui devrait s'appliquer aux réserves excédentaires des banques	avril 2013 - « inflation de 2 % [...] le plus tôt possible, avec un horizon de temps d'environ deux ans »

Source : DG Trésor.

(4) En termes de : (i) discours sur la déflation ; sous les précédents gouverneurs, la *BoJ* mettait en avant le caractère structurel de la déflation et justifiait ainsi sa réticence à assouplir sa politique monétaire qui se doit de suivre et non précéder les réformes structurelles et la consolidation budgétaire et (ii) l'engagement à sortir le Japon de la déflation qui s'est concrétisé par l'engagement conjoint pris avec le gouvernement pour sortir de la déflation et une définition précise de l'objectif de stabilité des prix.

Cette nouvelle politique poursuit plusieurs objectifs (cf. encadré 2). En particulier, le pilier monétaire visait à : (i) réancrer les anticipations d'inflation pour favoriser une baisse des taux d'intérêt réels, (ii) baisser la courbe des taux

pour permettre une baisse des coûts de financement et (iii) amener à des réallocations de portefeuilles pour accroître le financement de projets plus risqués.

## Encadré 2 : Les Abenomics

Élu en décembre 2012, le premier ministre Shinzo Abe annonce la mise en place d'une nouvelle stratégie articulée autour de trois axes (« three arrows ») :

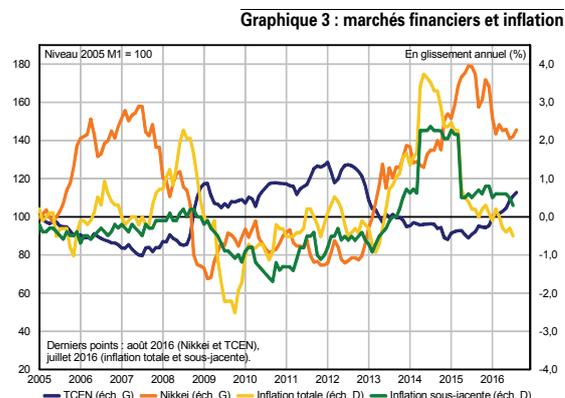
- Une politique budgétaire flexible qui combine : (i) plans de relance à court terme et (ii) consolidation budgétaire à moyen terme pour atténuer les craintes sur la soutenabilité de la dette publique, le gouvernement ayant confirmé les objectifs de consolidation de Toronto : réduction du déficit primaire de moitié par rapport au niveau de 2010 et surplus primaire en 2020, pour permettre une baisse de la dette publique.
- Une politique monétaire d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif (« Quantitative and qualitative monetary easing », QQE), qui pour la première fois engage la Bank of Japan sur un objectif d'inflation (de 2 %, hors impact de la hausse de la TVA) et un horizon donné (de 2 ans initialement). La BoJ a ainsi visé : (i) le doublement de la base monétaire via l'augmentation de la détention de titres publics et le doublement de la détention de titres risqués et (ii) l'allongement de la maturité moyenne des titres détenus. Le mécanisme de facilitation de prêts nippon (« Loan Support Program ») a été modifié avec le rajout de la « Stimulating Bank Lending Facility », dont les fonds sont illimités. La politique monétaire a été assouplie à plusieurs reprises en réponse aux évolutions de l'activité après le relèvement de la TVA et la baisse du prix du pétrole (cf. tableau 1). En janvier 2016, la BoJ a instauré un taux d'intérêt négatif<sup>a</sup> sur les réserves excédentaires.
- Une série de réformes structurelles dont l'objectif prioritaire est de faire rebondir l'investissement des entreprises à son niveau d'avant-crise et de retrouver à moyen terme une croissance de l'économie autour de 2 %. Plusieurs versions révisées de la stratégie de croissance ont été présentées. Elles confirment les principaux objectifs de moyen-long terme, en renforce certains (cibles d'exportations agricoles) et en ajoute de nouveaux (maintenir une population d'au moins 100 millions de personnes). En septembre 2015, une deuxième phase des Abenomics a été annoncée par la mise en place de « trois nouvelles flèches ». L'accent est désormais mis sur « une économie forte, les dispositifs de gardes d'enfants et le bien-être social ».

a. La Bank of Japan suit la BCE qui a instauré dès juin 2014 un taux d'intérêt négatif pour la facilité de dépôt qui s'applique également aux avoirs de réserve dépassant les réserves obligatoires. La Suisse, le Danemark et la Suède ont également instauré des taux d'intérêt négatifs. Ces décisions ont été motivées par le risque de forte appréciation de la monnaie locale et/ou une évolution peu dynamique des prix et un ralentissement de l'activité.

## 2. Malgré de premiers effets encourageants, certains des mécanismes attendus tardent à se manifester

### 2.1 Le choc de confiance et la dépréciation du yen ont favorisé les premiers effets encourageants, qui se sont cependant progressivement dissipés

Les points de rupture marqués par les Abenomics se sont traduits par un choc de confiance positif. Les marchés financiers ont nettement rebondi et l'activité a été dynamique sur la première moitié de 2013, portée par la consommation des ménages et, dans une moindre mesure, par la demande publique. La politique monétaire a entraîné une forte dépréciation du yen, qui a surtout soutenu la dynamique de l'inflation (cf. graphique 3). L'évolution des prix est passée en territoire positif fin 2013 pour la première fois depuis 2008, marquant ainsi le principal succès des Abenomics. Cependant, sur la période récente, une évolution moins favorable du yen et la baisse des prix du pétrole ont freiné cette dynamique.



La confiance des agents privés s'est toutefois dégradée depuis la fin 2013, confirmant la persistance des fragilités structurelles. En particulier, la réticence des entreprises à : (i) investir malgré une situation financière favorable, des facilités de financement et des taux d'intérêt réels négatifs et (ii) augmenter les salaires, ce qui semble suggérer que les facteurs structurels persistent et que les entreprises hésitent à adhérer complètement aux Abenomics. Les évolutions de l'activité après la hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> avril 2014 ont confirmé ces constats avec notamment une demande privée qui a fortement reculé, au-delà des effets d'anticipation observés au 1<sup>er</sup> trimestre, et qui demeure peu dynamique depuis.

### 2.2 Les effets de la politique monétaire pour relancer le crédit ont été limités à ce stade

L'offre de crédit a été favorisée par la mise en place des facilités de financement, mais celle-ci ne suffit pas à elle seule à relancer le crédit. Le dynamisme de la demande de crédits observé en 2012 et 2013, du fait des effets d'anticipation avant le relèvement de la TVA au 1<sup>er</sup> avril 2014, s'est affaibli depuis. Les entreprises ont continué à se désendetter et/ou à investir dans les actifs financiers, dans un contexte de reconstitution des marges.

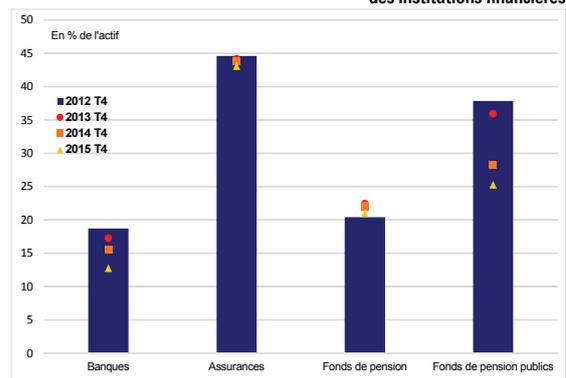
La dépréciation du yen a soutenu l'inflation, mais son impact sur le commerce extérieur a été limité (cf. encadré 3). La dépréciation du yen semble cependant pénaliser les autres agents privés. Les petites et moyennes entreprises pâtissent de la dépréciation du fait de leur positionnement intermédiaire dans le circuit économique qui ne leur a pas permis de transmettre intégralement la hausse des prix de leurs inputs dans les prix de vente. Les ménages sont également pénalisés par la hausse des prix dans un contexte de faible réponse des salaires.

**Les facilités de financement couplées aux taux d'intérêt très bas n'ont pas entraîné un rebond de l'investissement des entreprises.** Les entreprises ont continué à donner la priorité aux rémunérations variables (25 % en moyenne des revenus salariaux) plutôt qu'au salaire de base (qui, sauf exception, ne peut pas être revu à la baisse et sert en outre à calculer les indemnités de licenciement). Ces pratiques soulignent les doutes persistants des entreprises dans la soutenabilité de la croissance et la sortie de la déflation.

**La QQE (« Quantitative and Qualitative monetary Easing ») n'a pas non plus à ce stade entraîné d'effets massifs de réallocation de portefeuilles<sup>5</sup>,** alors que, dans un contexte de taux d'intérêt nul, il est un des principaux canaux de transmission de la politique monétaire. Si les grandes banques et les fonds de pensions publics ont augmenté leurs achats d'actifs étrangers, en ligne avec la réforme de la gestion du fonds de pension « *Government Pension Investment Fund* », les caisses d'assurances, les fonds de pension et les banques régionales conservent un biais domestique marqué (cf. graphique 4). **La mise en place récente d'un taux d'intérêt négatif pourrait favoriser des effets de**

**réallocation de portefeuilles, notamment pour les compagnies d'assurances, mais son impact sur l'investissement des entreprises devrait être modéré.**

Graphique 4 : détention de JGBs (« Japanese Government Bonds ») des institutions financières



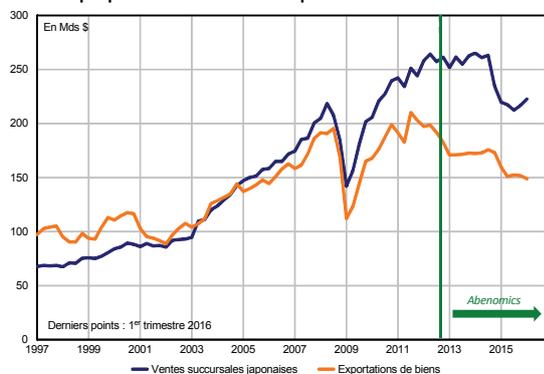
Source : Bank of Japan.

### Encadré 3 : Impact de l'évolution du change sur le volume des exportations

L'impact limité de la forte dépréciation du yen depuis mi-2012 sur les exportations s'explique par :

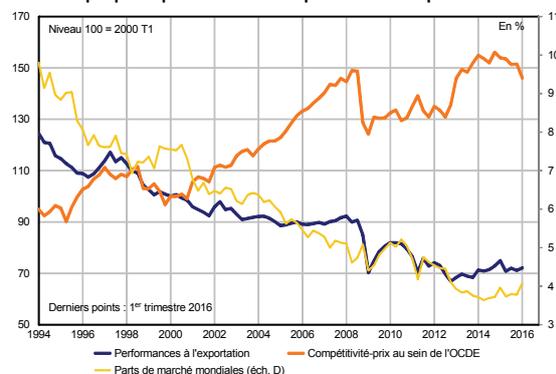
1. L'impact de Sendai sur les chaînes de production. La triple catastrophe a dans un premier temps entraîné une rupture des chaînes de production dans la zone dévastée et, dans un deuxième temps, des coupures d'électricité et des ruptures de chaînes de production de la région la plus industrialisée du Japon (Kantô)<sup>a</sup>.
2. Un processus de délocalisation de la production nationale, qui s'est nettement accéléré après Sendai en ligne avec l'appréciation du yen (cf. graphique 5). Ce changement structurel a favorisé la forte transmission de la dynamique du change au niveau des prix, au-delà de la composante énergie, via les prix des produits électroniques (désormais importés).
3. Un comportement de marge des entreprises, qui ont préféré améliorer leurs marges plutôt que leurs volumes exportés, dans un contexte de capacités contraintes par plusieurs années de sous-investissement et des contraintes sur l'offre de travail. Elles ont gardé le prix en dollar de leurs exportations relativement stable, à l'image de l'épisode précédent de forte dépréciation du yen dans les années 2000 (cf. graphique 6).

Graphique 5 : délocalisation de la production manufacturière



Sources : Cabinet Office, METI.

Graphique 6 : performances à l'exportation et compétitivité



Sources : Cabinet Office, OCDE, FMI, calculs DG Trésor.

a. Sicsic M. et Sampognaro R. (2011), « L'impact du séisme au Japon sur l'économie mondiale », *Lettre Trésor-éco* n°100.

### 2.3 Les plans de relance ont soutenu l'activité à court terme, mais le volet consolidation budgétaire a fait ressortir les fragilités de la reprise de l'économie japonaise

Le volet budgétaire des *Abenomics* doit articuler relance de l'économie à court terme et consolidation des finances publiques à moyen terme. Le *timing* pour articuler ces deux objectifs contradictoires est difficile à trouver : une consolidation trop précoce peut contrarier l'objectif de relance et de sortie de la déflation, mais, à l'inverse, une consolidation trop tardive pourrait déstabiliser le

marché obligataire et limiter les bénéfices de la politique monétaire.

L'impact plus fort qu'escompté du relèvement de la TVA au 1<sup>er</sup> avril 2014 a fait ressortir les fragilités des moteurs de la croissance hors stimuli. Le fort impact des mesures de consolidation budgétaire (ou un moindre soutien de la politique budgétaire) semble indiquer que l'économie nipponne ne peut pas évoluer hors stimuli, ne permettant pas ainsi d'amorcer la phase attendue de la consolidation budgétaire.

(5) Arslanalp S., Botman D. (2015), "Portfolio rebalancing in Japan: constraints and implications for quantitative easing", *Working Paper* n°15/186, FMI.

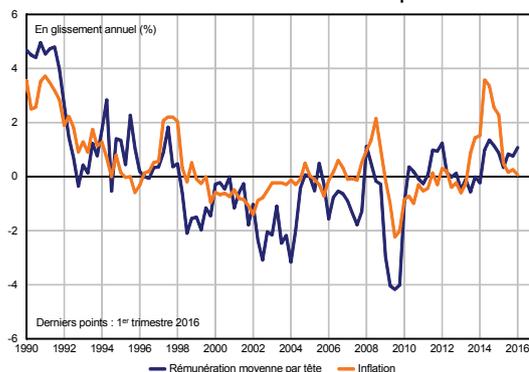
### 3. Dans ce contexte de bilan mitigé, la réussite des **Abenomics** tient, à court terme, à la réponse des salaires et, à long terme, à la mise en place des réformes structurelles

#### 3.1 Une réponse des salaires plus dynamique favoriserait la consommation des ménages et inciterait les entreprises à investir

L'ajustement des salaires a joué un rôle essentiel dans l'atonie de la consommation. Il s'ensuit un cercle vicieux puisque la faiblesse du marché domestique conforte la faiblesse de l'investissement des entreprises qui lui-même contribue à paupériser peu à peu l'économie japonaise. Face à une demande intérieure peu dynamique, les entreprises ont cherché de nouveaux marchés et ont délocalisé une partie de leurs capacités de production. Une évolution plus favorable des salaires, notamment de la partie fixe, permettrait à la consommation des ménages d'être moins liée aux mesures ponctuelles de soutien et de suivre davantage la dynamique des salaires pour permettre l'enclenchement d'une boucle prix-salaires. Le rétablissement de l'inflation entre 2013 et 2015 a tenu beaucoup à des facteurs temporaires. L'impact sur la période récente de la baisse des prix du pétrole et d'une moindre dépréciation du yen sur l'évolution des prix a confirmé la fragilité de cette dynamique positive de l'inflation. La pérennité de la sortie de déflation dépendra crucialement de la dynamique des salaires et de leur capacité à changer les anticipations des ménages.

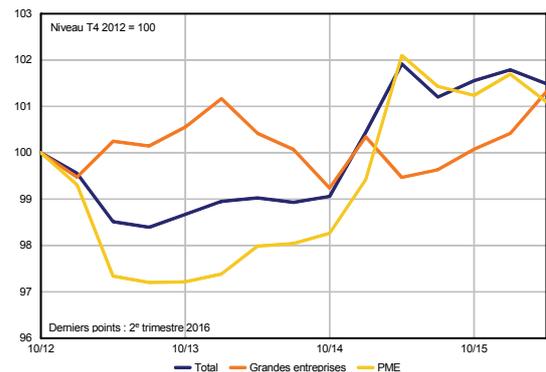
L'intensification des tensions sur le marché du travail, avec un taux de chômage qui se situe à des niveaux historiquement bas, commence à exercer une pression à la hausse sur les salaires (cf. graphique 7) du fait de pénuries sectorielles. Cet effet a tardé à se manifester en raison de la nature des postes créés (généralement des emplois à faible pouvoir de négociation : non réguliers et dans les services) et des personnes susceptibles d'être intéressées par ces types d'emplois (les personnes âgées et les femmes, prêtes à accepter des niveaux de salaires bas). Les négociations salariales (« shunto ») des dernières années ont abouti à des hausses salariales, mais les augmentations ne concernent qu'une minorité des salariés : réguliers et syndiqués des grandes entreprises. Les petites et moyennes entreprises ont commencé à augmenter les salaires plus tardivement que les grandes entreprises (cf. graphique 8). Cette évolution des salaires devra se poursuivre pour permettre l'enclenchement d'une boucle prix-salaires susceptible d'assurer une sortie définitive de la déflation.

Graphique 7 : évolution de la rémunération moyenne par tête et l'inflation



Source : Ministry of Finance (MoF).

Graphique 8 : indicateur des salaires bruts hors primes par tête selon la taille des sociétés



Source : Comptes nationaux, Cabinet Office.

#### 3.2 Les réformes structurelles ciblent les vulnérabilités de l'économie japonaise, mais certaines sont encore à l'étude ou en cours de mise en œuvre

La baisse de la croissance potentielle de l'économie japonaise s'explique par le vieillissement de la population et un net ralentissement de la productivité. Les mesures qui portent sur une meilleure intégration des femmes dans le marché du travail ou une plus grande ouverture du marché vers les travailleurs immigrés pourraient limiter l'impact de la baisse de la population en âge de travailler, mais à ce stade elles tardent à être mises en place.

Les réformes favorisant le rebond de la productivité sont essentielles pour permettre à l'économie de retrouver à moyen terme un rythme de croissance autour de 2 %. Une première priorité des réformes structurelles est incontestablement une meilleure allocation du capital, notamment des entreprises qui accumulent une trésorerie équivalente à  $\frac{2}{3}$  du PIB, vers des secteurs plus dynamiques pour permettre une accélération des gains de productivité. La réforme de la gouvernance des entreprises et les incitations à investir devraient permettre de s'approcher de cet objectif. Les mesures visant à réduire le dualisme du marché du travail, qui entretient un tiers des salariés dans une situation de précarité et d'absence de toute formation, voire de couverture sociale, devraient favoriser une évolution des salaires et le processus d'innovation *via* une allocation optimale du facteur travail au sein des entreprises et des différents secteurs.

Les révisions annuelles du programme de réformes structurelles introduisent de nouvelles mesures, mais la mise en œuvre des réformes les plus importantes doit s'intensifier. Un premier point d'étape laisse paraître des progrès en matière de gouvernance d'entreprise, de gestion plus active du plus grand fonds de pension public au monde, de refonte réglementaire visant à promouvoir un écosystème plus propice aux « start-up » et de facilitation du travail des femmes ou d'accueil des travailleurs étrangers qualifiés. Plusieurs réformes clés sont encore à l'étude ou en cours de mise en œuvre : (i) fluidification du marché du travail, (ii) refonte des systèmes de pension, vieillesse et santé, (iii) modification du niveau de protection commerciale des 5 denrées « sacrées » (riz, blé, sucre, bœuf/porc, produits

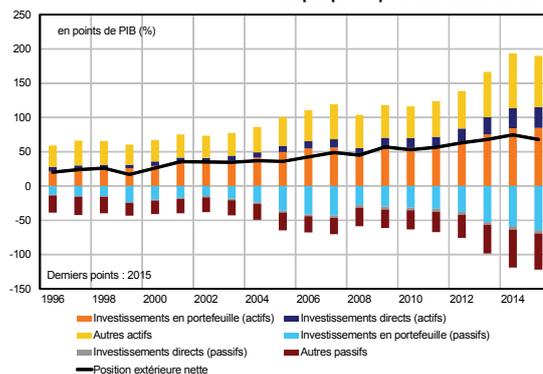
laitiers) et réforme du système de coopératives agricoles en vue d'une plus grande concurrence et (iv) création de zones économiques spéciales (laboratoires pour expérimenter une plus grande dérégulation du marché de travail, de nouvelles règles d'urbanisme ou encore la possibilité d'investissements étrangers), particulièrement essentielles à la redynamisation des territoires qui font face à un exode rural considérable.

### 3.3 Une mise en place des réformes structurelles permettrait de limiter le risque d'une hausse considérable des taux à long terme de la dette publique

Les inquiétudes sur la soutenabilité de la dette publique, même si celle-ci demeure très élevée, sont limitées tant qu'elle restera détenue en majeure partie par les résidents. Cependant, une sortie de déflation et la disparition progressive des facteurs qui ont contribué à la baisse des taux d'intérêt<sup>6</sup> devraient se traduire par une pression à la hausse sur ceux-ci. En particulier, une baisse de l'épargne nationale sous l'effet du vieillissement de la population et/ou une dégradation de la balance courante nette pourraient conduire le Japon à recourir davantage aux investisseurs étrangers pour financer sa dette. Or, ces investisseurs vont vraisemblablement demander des taux d'intérêt plus élevés<sup>7</sup>.

Néanmoins, la position extérieure nette très excédentaire du Japon, faisant de ce dernier le premier créancier du monde, pourrait lui permettre d'amortir ce risque en revendant ses actifs les plus liquides (cf. graphique 9).

Graphique 9 : position extérieure nette



Source : Bank of Japan (BoJ).

La mise en place effective des réformes structurelles et la poursuite des efforts de consolidation budgétaire devraient limiter ces risques. L'atteinte des objectifs de croissance permettrait à l'économie japonaise de se financer à des taux plus élevés, sans entraîner une accélération de la dette publique. Par ailleurs, la poursuite des efforts de consolidation budgétaire devrait limiter les risques d'augmentation des taux souverains.

Au final, la difficulté du Japon à sortir durablement de la déflation et le caractère indispensable des réformes à mettre en place incitent les économies développées à tirer les leçons de l'expérience japonaise pour mieux calibrer les réponses de la politique économique à une évolution peu dynamique des prix et de l'activité, et limiter le risque déflation (cf. encadré 4).

#### Encadré 4 : Quelles leçons de l'expérience japonaise ?

**L'évolution peu dynamique des prix dans la zone euro depuis 2012 a conduit les économistes à comparer cette situation avec les développements connus par le Japon.** Dans ce contexte, plusieurs leçons pourraient être tirées de l'expérience japonaise<sup>a</sup> :

- Il est important pour une économie d'avoir des marges de manœuvre budgétaire pour pouvoir mener une politique budgétaire flexible en cas de choc imprévu.
- Il convient de ne pas sous-estimer et de prévenir le risque d'entrée en déflation pour éviter un désancrage des anticipations. L'expérience japonaise montre qu'un bon ancrage des anticipations d'inflation à long terme ne constitue cependant pas une garantie de non-déclenchement d'une baisse systématique des prix<sup>b</sup>.
- L'articulation des trois piliers de politique économique est essentielle. En particulier, le possible effet désinflationniste du vieillissement incite à la mise en place rapide des réformes structurelles nécessaires pour limiter cet effet.

**La situation de la zone euro n'est cependant pas directement comparable à celle du Japon des années 1990.** En effet, la Banque centrale japonaise n'avait pas d'objectif précis de stabilité des prix et le système bancaire était très fragile. L'appréciation de l'euro entre mi-2012 et début 2014 est sans commune mesure avec la très forte appréciation du yen dans les années 1990. Les pays développés connaissent aujourd'hui un vieillissement de la population, avec une baisse de la population en âge de travailler, d'une ampleur nettement moindre que celle observée au Japon.

a. Lechevalier S. et Monfort B. (2016), « Leçons de l'expérience japonaise : Vers une autre politique économique ? », CEPREMAP.

b. Bouvard F., El Kasmi S., Sampognaro R. et Tazi A. (2014), « Quels risques de déflation en zone euro ? », *Lettre Trésor-éco* n°130.

Vlad CIORNOHUZ\*

\* L'auteur remercie le SER de Tokyo pour leurs relectures et remarques.

(6) Le niveau bas du taux d'intérêt a été soutenu par : (i) une déflation persistante et une faible croissance potentielle, (ii) des marges d'augmentation des recettes fiscales, (iii) une position extérieure nette très favorable, (iv) un stock d'épargne privée élevé, (v) un biais domestique fort soutenu en partie par une population vieillissante et (vi) des flux de capitaux étrangers importants via le processus de « safe haven »; cf. Randall S. (2013), "Restoring Japan's fiscal sustainability", OCDE.

(7) Botman D., Danninger S. et Schiff J. (2015), "Can Abenomics succeed? Overcoming the legacy of Japan's lost decades", FMI.

**Éditeur :**

Ministère de l'Économie  
et des Finances

Direction générale du Trésor  
139, rue de Bercy  
75575 Paris CEDEX 12

**Directeur de la Publication :**

Michel Houdebine

**Rédacteur en chef :**

Jean-Philippe Vincent  
(01 44 87 18 51)  
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

**Mise en page :**

Maryse Dos Santos  
ISSN 1777-8050  
eISSN 2417-9620

**Derniers numéros parus****Octobre 2016**

**n°183.** La mondialisation des activités de R&D des entreprises : où en est la France ?

Marie-Anne Lavergne, Killian Lemoine

**n°182.** Où en est le débat sur la stagnation séculaire ?

Anne Jaubertie, Linah Shimi

**Septembre 2016**

**n°181.** La situation économique mondiale à l'été 2016 : une croissance modérée gagnant  
graduellement en dynamisme

Jean-Baptiste Bernard, Laetitia François, Thomas Gillet, Julien Lecumberry, Ysaline Padieu,  
Alexandre Tavin

**n°180.** Lutte contre la corruption : des effets positifs sur l'activité économique y compris dans les  
pays développés

Jean-Baptiste Chauvel, Laura Le Saux

**n°179.** Obésité : quelles conséquences pour l'économie et comment les limiter ?

Daniel Caby

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>

*Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.*