

## Succès et risques des *Abenomics*

Lorsque Shinzo Abe se lance dans la campagne des législatives à l'automne 2012, le PIB vient d'enregistrer deux trimestres consécutifs de recul, l'investissement des entreprises se contracte dans un contexte de demande intérieure et extérieure peu dynamique, la lente érosion des prix se poursuit et les cours boursiers sont bas. Dès sa prise de fonction, le nouveau Premier ministre met en place une politique économique, appelée *Abenomics* par les anglo-saxons, centrée sur deux objectifs prioritaires : vaincre la déflation par une politique monétaire très accommodante et restaurer une croissance soutenue (par la relance budgétaire) et durable (par des réformes structurelles). Début 2014, le pays semble sortir progressivement de la déflation et la croissance s'est raffermie, mais la reprise reste fragile. Le succès des *Abenomics* dépendra essentiellement des évolutions de l'investissement et des salaires, ainsi que de la capacité du gouvernement à mettre en œuvre les réformes nécessaires pour encourager des gains de productivité.

### ■ QQE : vaincre la déflation par une thérapie de choc

La déflation au Japon est un problème non résolu depuis quinze ans. L'indice des prix à la consommation a chuté d'environ 4,5 % entre 1998 et 2012. Après l'éclatement de la bulle immobilière et boursière au début des années 1990, les entreprises japonaises se sont désendettées puis, faute d'opportunités d'investissements rentables, ont préféré placer leurs profits en banque, la déflation leur assurant un revenu positif. En temps normal, la politique monétaire peut inciter les entreprises à investir en baissant le taux directeur. Cependant, l'outil conventionnel de la Banque du Japon (BdJ) est devenu inefficace quand il a atteint le plancher zéro en 1999.

Afin de relâcher les conditions de crédit, la BdJ a mis en place en 2001 des politiques monétaires non conventionnelles qui consistaient à augmenter le bilan de la banque centrale (fourniture de liquidités aux banques) et à acheter des actifs risqués (titres d'État à long terme et titres d'émetteurs privés)<sup>1</sup>. Cependant, cette stratégie non conventionnelle est restée prudente. L'expansion de la base monétaire, modérée (+ 36 % entre 2001 et 2006, tableau 1), s'est faite pour moitié par des prêts à court terme accordés aux banques et pour

moitié par des achats d'obligations d'État à long terme. Le rythme des achats d'obligations, très faible, n'avait pas pour objectif de modifier les prix des actifs mais d'allouer aux banques des réserves excédentaires qu'elles prêteraient ensuite aux entreprises et aux ménages. Il n'est donc pas surprenant que ces achats n'aient pas diminué les taux d'intérêt à long terme<sup>2</sup>.

Aux États-Unis, dans les années qui ont suivi la crise financière globale (2008-2012), Ben Bernanke a au contraire misé sur les achats directs d'actifs risqués (obligations souveraines de long terme, actifs hypothécaires) plutôt que sur la seule fourniture de liquidités aux banques. La banque centrale américaine (Fed) a ainsi acquis environ 3 300 milliards de dollars de titres lors des mesures successives d'assouplissement quantitatif entre 2008 et 2012, ce qui a contribué au doublement de son bilan à cette période. Les études empiriques montrent que ces achats ont été efficaces dans la réduction des taux à long terme aux États-Unis<sup>3</sup>.

Au Japon, en avril 2013, Haruhiko Kuroda, nommé à la tête de la BdJ, a rompu avec la politique non conventionnelle prudente centrée sur la fourniture de liquidités aux banques. Le nouveau gouverneur a déclaré que la BdJ ferait tout son possible pour que le pays atteigne en deux ans l'objectif d'une inflation de 2 %. D'importants outils ont été déployés, regroupés sous le nom de QQE (*Quantitative and Qualitative Easing*). Tout d'abord, la Banque s'est fixé comme

1. En temps normal, dans les opérations d'open market, les banques centrales achètent ou prennent en pension surtout les obligations souveraines de court et moyen terme.

2. H. Ugai (2007), « Effects of the quantitative easing policy: A survey of empirical analyses », *Monetary and Economic Studies*, 25(1).

3. A. Krishnamurthy & A. Vissing-Jorgensen (2011), « The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, 43(2).

Tableau 1 – Comparaison des bilans de la Banque du Japon (BdJ) et de la Fed

	BdJ (2001-06)	BdJ (2008-2012)	Fed (2008-2012)	BdJ : QQE (2013-2014)
1. Augmentation en % du ratio base monétaire/PIB :				
	+ 36 % en 5 ans	+ 52 % en 4 ans	+ 190 % en 4 ans	+ 100 % en 2 ans
2. Achats d'actifs de maturité supérieure à un an :				
Principaux titres achetés	O.S.	O.S.	O.S. et M.B.S.	O.S.
Montant d'achats maximum par mois	1,2 trillions JPY 14 milliards USD	3,8 trillions JPY 34 milliards USD	85 milliards USD 2008 : 56 % (O.S. 56 % ; MBS 0 %)	7 trillions JPY 70 milliards USD 03/2013 : 55 % 04/2014 : 65 %
en % du total des actifs de la banque centrale	2001 : 41 % 2006 : 42 %	2008 : 43 % 2012 : 56 %	2010 : 90 % (O.S. 55 % ; MBS 35 %)	
Maturité moyenne du portefeuille de la banque centrale	moins de 4 ans (2005)	moins de 3 ans (2012)	10 ans (2012)	environ 7 ans en 2014

Lecture : O.S. : obligations souveraines ; M.B.S. : Titres adossés à des créances hypothécaires.  
Les montants en yens sont convertis en dollars au taux de change moyen de la période considérée.  
Source : Carpenter *et al.* (2013)\*, Ueda 2012\*\*, BdJ, Fed, calculs des auteurs.

\* S. Carpenter & al. (2013), « The Federal Reserve's Balance Sheet: A Primer and Projections », Finance and Economics Discussion Series 2013-01, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

\*\* K. Ueda (2012), « Japan's Deflation and the Bank of Japan's Experience with Nontraditional Monetary Policy », Journal of Money, Credit and Banking, vol. 44.

objectif un doublement de la base monétaire en deux ans, ainsi qu'un allongement de la maturité des obligations souveraines qu'elle détient. Elle a aussi augmenté de façon importante les achats des fonds indiciels cotés en Bourse (ETFs) et dans une moindre mesure des fonds communs immobiliers japonais, des billets de trésorerie et des obligations des entreprises. Enfin, elle a continué à octroyer aux banques un montant important de prêts<sup>4</sup>.

Cette stratégie, centrée sur les achats de titres, est similaire à celle menée par la Fed depuis 2008. La conviction affichée par M. Kuroda contraste avec la résignation du gouverneur précédent, pour qui les mesures monétaires ne pouvaient avoir qu'un impact limité sur l'évolution des prix ; l'augmentation de la taille du bilan de la BdJ<sup>5</sup> et ses achats d'actifs risqués sont sans commune mesure avec les évolutions passées et se rapprochent de ce qui a été mené par la Fed (voir les colonnes 3 et 4 du tableau 1).

Quels sont les principaux canaux par lesquels cette politique monétaire peut stimuler l'économie et vaincre la déflation ? Tout d'abord, les achats par la BdJ d'obligations souveraines à long terme doivent agir à la baisse sur les taux longs, stimulant ainsi la consommation et l'investissement, et doivent avoir pour effet secondaire la dépréciation du yen. Ensuite, l'augmentation de la base monétaire apporte aux banques des liquidités excédentaires qu'elles peuvent utiliser soit pour prêter aux entreprises et aux ménages, soit pour acheter des titres plus risqués : obligations d'entreprises ou actions (principe du « rééquilibrage de portefeuille »). Ceci permet une hausse des prix des titres, de la consommation et de l'investissement, nécessaires pour relancer l'inflation et la croissance. Enfin, en s'engageant de façon claire et déterminée à faire tout le nécessaire pour relancer l'inflation, la BdJ cherche à raviver la confiance des entreprises et des ménages qui se sont depuis longtemps résignés à la baisse des prix, et à agir ainsi sur les anticipations inflationnistes.

Les premiers résultats de cette thérapie de choc sont encourageants. Les taux longs ont baissé depuis décembre 2012, autant pour les obligations souveraines que pour les prêts bancaires (respectivement 10 et 9 points de base). Le yen s'est fortement déprécié par rapport au dollar (- 23 %) entre décembre 2012 et mai 2014. Toutes les mesures de l'inflation sont sorties du terrain négatif : l'indice des prix hors produits frais se situe à 1,25 %, l'indice hors produits frais et énergie s'est maintenu à environ 0,7 % de novembre 2013 à mars 2014. De même, les anticipations inflationnistes à 5 ans des entreprises ont atteint 1,7 % en mars 2014 tandis que le nombre des ménages anticipant la déflation a considérablement diminué. Ceci a eu pour conséquence la baisse des taux réels de long terme, déterminants dans les décisions d'investissement et de consommation des agents. L'effet de rééquilibrage des portefeuilles chez les investisseurs domestiques reste pourtant faible. L'analyse des bilans des banques commerciales montre que la baisse de détention des titres d'État s'accompagne d'un petit accroissement des prêts (+ 3 %) et d'une plus

forte détention de titres étrangers (+ 10 %), mais pas de celle d'obligations d'entreprises ni d'actions domestiques. La hausse spectaculaire de l'indice boursier Nikkei depuis l'arrivée de M. Abe (+ 48 %) est principalement due aux investisseurs étrangers. Pour renforcer le rééquilibrage des portefeuilles, le gouvernement plaide activement pour une politique d'investissement plus risquée du fonds public de retraite (GPIF) qui gère des actifs représentant près de 27 % du PIB.

Le succès des nouvelles mesures monétaires dépend du regain de confiance des investisseurs et consommateurs domestiques, qui est encore timide et incertain. La hausse des prix, si elle n'est pas suivie par celle des salaires, diminuera le pouvoir d'achat des Japonais et leur consommation. En outre, les entreprises préfèrent toujours épargner plutôt qu'investir malgré les taux réels bas (les profits retenus des entreprises ont augmenté de 7 % entre décembre 2012 et décembre 2013). Les progressions des salaires et de l'investissement privé semblent à ce jour insuffisantes pour que la BdJ puisse atteindre son objectif d'inflation début 2015. Selon les résultats de la politique budgétaire et structurelle, elle sera sans doute amenée à poursuivre son assouplissement quantitatif et qualitatif (QQE) au-delà de cette période.

## ■ Dynamiser la croissance économique par la relance budgétaire

Dynamiser la croissance étant prioritaire pour Shinzo Abe, son gouvernement a, dès son arrivée, appliqué une politique budgétaire offensive sur 15 mois : en janvier 2013, il a fait adopter un budget supplémentaire pour l'année fiscale en cours<sup>6</sup>, centré sur un plan de relance de 10,3 trillions de yens (73 milliards

4. La maturité des prêts a été rallongée à 4 ans en février 2014.

5. En 2007, les actifs de la BdJ représentaient 22 % du PIB, ceux de la Fed 6 %. Pour chaque banque centrale, ce niveau d'actifs correspondait à un niveau « normal » et leur permettait d'influencer les conditions de crédit *via* le taux d'intérêt directeur (outil conventionnel). Afin de mesurer l'intensité des politiques non conventionnelles, il faut mesurer l'accroissement de la taille du bilan par rapport à ce niveau normal ainsi que le changement de sa composition (poids relatif des titres risqués dans son bilan).

6. L'année fiscale va d'avril à mars.

d'euros<sup>7</sup>) et a engagé un budget pour l'année fiscale 2013 de 92,6 trillions de yens (657 milliards d'euros), en augmentation de 2,5 % par rapport à 2012. Le montant élevé du poste « travaux publics » dans ces deux budgets reflétait l'urgence d'obtenir des résultats avant les sénatoriales de juillet 2013. La victoire électorale a été obtenue, mais la relance par les dépenses publiques a-t-elle été efficace ? La flèche budgétaire a eu un impact très positif sur la croissance du PIB réel en 2013, avec une contribution des investissements publics de 0,5 point de PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 1995. Malgré la fermeté de la consommation des ménages, le PIB n'a progressé que de 1,5 %<sup>8</sup>, freiné par la contraction des exportations nettes et la faiblesse de l'investissement des entreprises (graphique 1).

Néanmoins, dès la fin 2013, l'effet positif du choc budgétaire s'est estompé. Afin de stabiliser la dette publique, qui atteignait 227 % du PIB en 2013, le gouvernement a choisi de relever la TVA de 5 % à 8 % en avril 2014, puis à 10 % en octobre 2015 si les conditions économiques le permettent. Lors de la précédente hausse de la TVA, de 3 % à 5 % en avril 1997, le PIB trimestriel réel avait reculé de 3,9 % en rythme annualisé au deuxième trimestre, faisant chuter principalement la consommation des ménages (- 13,3 %) et l'investissement résidentiel (- 37,8 %). Ce choc avait été amplifié par des mesures d'austérité budgétaire, notamment une hausse du ticket modérateur et la suspension de crédits d'impôts. Cette leçon de l'histoire n'a pas été oubliée par Shinzo Abe qui a prévu de coupler la hausse de la TVA à partir d'avril 2014 à un budget supplémentaire de 5,5 trillions de yens (39 milliards d'euros), imputé sur le budget de l'année fiscale 2013. Les dépenses de travaux publics y occupent à nouveau une place centrale. Toutefois, l'insuffisance de main-d'œuvre et de matériaux de construction freine déjà les dépenses.

Les données du PIB réel au dernier trimestre 2013 et celles du premier trimestre 2014 font ressortir le *rush* des achats avant l'application de la TVA ainsi que la montée en puissance de l'investissement des entreprises (graphique 1). Le second semestre devrait être marqué par le contrecoup des achats anticipés : le *consensus forecast* japonais évalue la contraction du taux de croissance réel annualisé du deuxième trimestre 2014 à 3,8 %<sup>9</sup>. Dès le 3<sup>ème</sup> trimestre, la

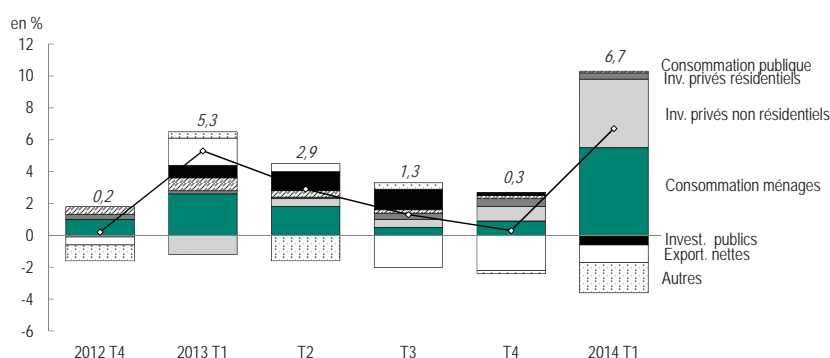
croissance devrait être tirée par la demande privée et publique. Les prévisions 2014 de la croissance du PIB réel varient de 1 % à 1,9 %, en fonction des hypothèses retenues pour l'investissement des entreprises et la consommation. L'augmentation des investissements et celle des salaires constituent un enjeu crucial pour la réussite des *Abenomics*. Plusieurs facteurs pourraient les favoriser. Tout d'abord, les entreprises devraient être incitées à poursuivre leurs efforts d'investissement : l'âge moyen de leurs équipements (15 ans) est élevé et le cycle du stock de capital a atteint un point bas fin 2013 avec un niveau d'investissement correspondant à une anticipation de croissance nulle. Ensuite, en réponse aux pressions répétées du gouvernement, les grandes entreprises ont accordé en 2014 les plus fortes hausses des salaires de base depuis 15 ans (+ 2,2 % en moyenne) et des bonus depuis 10 ans (+ 7,6 %). Toutefois, ces hausses risquent d'être inférieures à celle des prix à la consommation et seront limitées dans les PME. La montée en puissance des plans d'investissement et les hausses de salaires reposent largement sur l'efficacité de la troisième flèche.

## ■ Réformer pour créer les conditions d'une croissance durable

Depuis les années 1990, une nette cassure du rythme de la croissance est observée au Japon. Le taux de croissance annuel moyen du PIB réel a ainsi chuté de 4 % à 1 % entre les décennies 1980 et 1990 et, après l'embellie 2002-2007 (2 % par an), sa progression annuelle n'a atteint que 0,3 % entre 2008 et 2013. Si les chocs majeurs de l'éclatement de la double bulle spéculative boursière et immobilière (1990-1992), de la crise mondiale issue des *subprimes* (2008-2009) et du tremblement de terre du Tohoku (2011) expliquent en grande partie l'irrégularité et la faiblesse de la croissance, des facteurs structurels freinent et fragilisent les périodes de reprise.

L'impératif de croissance soutenue est d'autant plus crucial que le Japon va devoir réduire sa dette publique colossale tout en maintenant les excédents courants indispensables à la maîtrise de son financement. La croissance économique dépend de la quantité de travail et de capital ainsi que de la productivité et de l'innovation. Entre 1998 et 2013, la population active nipponne a baissé de 2,16 millions de personnes. Les investissements productifs se sont contractés de 30 % entre 1991 et 2011 alors que les investissements en recherche et développement des entreprises stagnent depuis 2000, contrairement à ceux de la Corée du Sud ou de la Chine. De plus, l'écart de productivité du travail par tête entre le Japon et les États-Unis, après avoir baissé jusqu'à 19 % en 1991, s'est à nouveau creusé en défaveur de l'archipel pour dépasser 30 % en 2011<sup>10</sup>. Reflet de la part de la production manufacturière effectuée à l'étranger (18 % en 2011 contre 6,4 % en 1990<sup>11</sup>), mais également d'une perte de compétitivité (trop grand nombre d'acteurs<sup>12</sup>, problèmes d'innovation et d'un yen longtemps fort),

Graphique 1 – Contributions à la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel



Note : La courbe représente les taux de croissance trimestriels dont les niveaux sont indiqués en italique.  
Source : ESRI, SNA, juin 2014.

7. Budget supplémentaire total de 13,1 trillions de yens, soit 2,5 % du PIB réel de l'année fiscale 2012.

8. ESRI, SNA, juin 2014. PIB réel, année calendaire.

9. ESP Forecast, JCER, 14 mai 2014.

10. Productivité mesurée en PIB PPA 2005 par tête. APO Productivity Databook 2013.

11. Japan Ministry of Economy, Trade and Industry, « Summary of the 42<sup>nd</sup> Survey on Overseas Business Activities », juillet 2012, et « Summary of the 30<sup>th</sup> Survey on Overseas Business Activities », juillet 2000.

12. Japan Ministry of Economy, Trade and Industry (2010), « The Industrial Structure Vision 2010 », juin.

les exportations japonaises de marchandises ont chuté de 9,8 % à 4,5 % du total mondial entre 1993 et 2012<sup>13</sup>.

La troisième flèche de la « stratégie de croissance » de Shinzo Abe vise à doper les investissements et les innovations du secteur privé. Pour cela, des réformes et dérèglementations dans plusieurs domaines sont mises en œuvre en vue d'augmenter la profitabilité de secteurs traditionnels (agriculture, machines, électronique...) et de faciliter le développement de nouvelles industries ou services (industries de la vie, soins, santé, énergie...). Avec une population active déclinante, la main-d'œuvre libérée par les restructurations sera insuffisante pour irriguer les nouveaux secteurs. Des mesures pour augmenter le taux d'emploi des femmes, des jeunes, des seniors et optimiser leurs compétences sont en cours tandis qu'une ouverture plus importante à l'immigration qualifiée se dessine, notamment dans le BTP et la recherche. Par ailleurs, renforcer les parts de marché à l'exportation est nécessaire au maintien d'une balance courante positive. L'administration de Shinzo Abe cherche ainsi à signer une dizaine d'accords de libre-échange, dont l'accord de partenariat transpacifique et l'accord de partenariat économique UE-Japon, avec l'objectif de porter la part des échanges nippons couverte par de tels accords de 19 % à 70 % entre 2013 et 2018. La régénération économique passe aussi par plus d'ouverture de l'archipel aux investisseurs, chercheurs et touristes étrangers.

Comme cette politique s'accompagne du vote de nombreuses lois, le PLD a attendu d'être majoritaire dans les deux chambres pour faire avancer les réformes réglementaires ; la troisième flèche n'est sortie du carquois qu'en fin d'année 2013. D'ores et déjà, des lois concernant des secteurs très sensibles ont été votées. Dans le secteur de l'agriculture, la loi de remembrement des terres agricoles constitue une première étape pour rendre les exploitations plus productives. De même, la révision de la loi sur l'électricité, votée en novembre 2013, devrait permettre d'abolir les puissants monopoles régionaux pour établir progressivement un réseau national de distribution. D'ici 2020, deux autres étapes sont prévues : la dérèglementation totale du marché de l'électricité de détail, puis la séparation des activités de production et de distribution. Le but est d'abaisser le prix de l'électricité tout en stabilisant son approvisionnement. Par ailleurs, le secteur de la pharmacie se déverrouille partiellement avec la vente en ligne de l'essentiel des médicaments sans prescription à partir de 2016. Enfin, la loi sur la compétitivité industrielle pose le cadre de la modernisation industrielle du Japon, notamment en facilitant les restructurations et les créations d'entreprises.

Des zones stratégiques spéciales ont été délimitées en mars 2014 dans le but de développer les innovations sectorielles (médicaments dans la zone de Tokyo

et santé dans la zone du Kansai), d'expérimenter des exploitations agricoles de grande taille (Niigata), de tester des dérèglementations du marché du travail (Fukuoka) ou le développement de *start-ups* (Tokyo). Toutefois, l'ensemble de ces réformes n'aura pas d'effet significatif sur l'économie avant plusieurs années.

Après un an d'*Abenomics*, la sortie progressive de la déflation était en vue et la croissance du PIB s'était raffermie, entraînée par la dynamique de la consommation des ménages et des dépenses publiques. Profitant de conditions historiques favorables, le gouvernement a initié la première étape des réformes structurelles dans les secteurs très protégés de l'agriculture et de l'électricité. La hausse de la TVA le 1<sup>er</sup> avril 2014, puis son passage possible à 10 % en octobre 2015, pourrait remettre en question les premiers succès des *Abenomics* en freinant une croissance encore fragile.

Le cercle vertueux ne sera pérennisé que si des gains de productivité sont au rendez-vous. De grandes manœuvres de remodelage des structures économiques, faisant écho à celles des années 1960, sont possibles. La double contrainte démographique et énergétique justifie cette transformation. Comme la politique d'immigration massive n'a pas été retenue malgré un taux de travailleurs immigrés inférieur à 2,5 % en 2012, que le réservoir de main-d'œuvre des femmes, des jeunes et des seniors risque de ne pas compenser la chute tendancielle du ratio actifs sur inactifs<sup>14</sup>, la croissance passe par des gains de productivité. Par ailleurs, l'arrêt total de la production d'électricité nucléaire a contraint le Japon à importer massivement des matières premières énergétiques, renchéries par la dépréciation du yen. Avant que la nouvelle politique énergétique de redémarrage des centrales nucléaires et de développement des énergies renouvelables ne produise ses effets, exporter plus est devenu impératif pour combler les déficits récurrents de la balance commerciale depuis 2011. Dans ce contexte, les innovations constituent un vecteur central de la croissance. Si les conditions de lancement des réformes de l'agriculture et de l'électricité semblent réunies compte tenu des difficultés financières de ces secteurs, de puissants lobbies pourraient les freiner dans d'autres secteurs comme la santé. Au total, le chemin à parcourir pour juger de la réussite de la politique de Shinzo Abe est encore long.

Évelyne Dourille-Feer & Urszula Szczerbowicz  
*evelyne.dourille@cepil.fr urszula.szczerbowicz@cepil.fr*

13. Source : base de données CHELEM commerce international du CEPII.

14. Le rapport du nombre d'actifs au nombre d'inactifs devrait passer de 3,6 à 1,9 entre 2000 et 2025.

## La Lettre du

# CEPII

© CEPII, PARIS, 2014

REDACTION :  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales  
113, rue de Grenelle  
75700 Paris SP 07

Tél. : 01 53 68 55 23

[www.cepil.fr](http://www.cepil.fr)

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Sébastien Jean

REDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier & Sophie Pilon

REALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
DILA  
Direction de l'information  
légal et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 60 € TTC  
Europe 62 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT  
Suppl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :  
Direction de l'information légale  
et administrative (DILA)  
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07  
[commande@ladocumentationfrancaise.fr](mailto:commande@ladocumentationfrancaise.fr)  
Tél. : 01 40 15 70 01

ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

Mai 2014  
Imprimé en France par la DSAF  
Pôle conception graphique-fabrication

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction du CEPII.  
Les opinions qui y sont exprimées sont  
celles des auteurs.

RECHERCHE ET EXPERTISE  
SUR L'ÉCONOMIE MONDIALE

