

Le Japon est de retour!

Daniel Citrin et Alexander Wolfson

Après une décennie perdue, l'économie japonaise est sur la voie du redressement

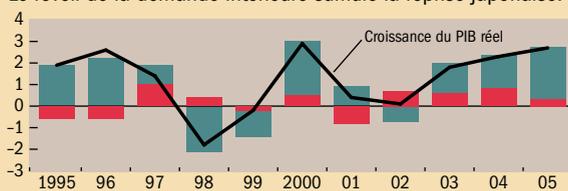
CETTE FOIS-CI, la croissance japonaise semble repartie pour de bon. Depuis un an environ, la reprise de l'économie japonaise, qui renaît de ses cendres après une décennie perdue depuis le début des années 90, a fait couler beaucoup d'encre. Pour ceux qui ne seraient pas au courant, voici la nouvelle : l'économie japonaise a amorcé sa plus longue expansion de l'après-guerre, expansion qui dure depuis plus de 4 ans déjà. En 2005, le Japon a affiché une croissance de près de 3 % et, sur l'ensemble de l'année, a été l'économie la plus dynamique du G-7 (en glissement annuel au quatrième trimestre). Si la reprise a été d'abord tirée surtout par les exportations, elle l'est maintenant par la vitalité des dépenses privées intérieures de consommation comme d'investissement (graphique 1).

Que s'est-il passé? Pour répondre à cette question, examinons la situation de l'économie japonaise il y a dix ans. Durant la récession la plus profonde et la plus longue que le Japon ait connue depuis la guerre, les dépenses privées et l'activité économique ont été bridées par les problèmes structurels des secteurs bancaire et privé. Après l'éclatement des bulles foncière et boursière au début des années 90, les banques ont vu leurs prêts improductifs atteindre des niveaux élevés et y demeurer, alors que leurs portefeuilles de titres perdaient de la valeur, ce qui a étranglé le crédit bancaire et ébranlé la confiance des ménages et des entreprises. Ces dernières ont en outre pâti des excès de la période qui a précédé l'éclatement des bulles : endettement, capacité et main-d'œuvre. Sous l'effet de ces déséquilibres, la demande d'investissement et les revenus des ménages (et, partant, les dépenses de consommation) ont stagné. La gravité des problèmes et les solutions graduelles adoptées pour les résoudre, ainsi que des chocs extérieurs imprévus, ont créé le cercle vicieux de chute de la demande et de baisse des prix qui a si longtemps persisté.

Graphique 1

Une reprise d'origine intérieure

Le réveil de la demande intérieure stimule la reprise japonaise.



Contribution à la croissance : ■ Demande intérieure privée ■ Exportations nettes

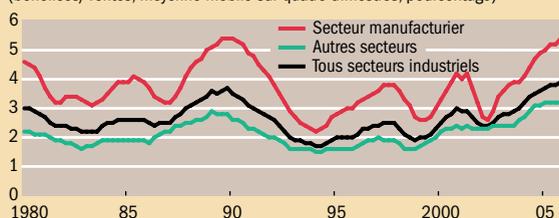
Sources : Bureau du Cabinet du Japon et calculs des services du FMI.

Graphique 2

Des entreprises plus rentables

Grâce à la demande, les marges bénéficiaires s'accroissent.

(bénéfices/ventes, moyenne mobile sur quatre trimestres, pourcentage)



Sources : Ministère des finances japonais et calculs des services du FMI.

Dix ans plus tard

L'économie japonaise présente aujourd'hui un contraste saisissant avec ce qu'elle était il y a dix ans, dans les secteurs bancaire et privé surtout.

Des banques plus prospères. À la fin de septembre 2005, le ratio des prêts improductifs dans les grandes banques était tombé de 8,5 %, niveau record atteint au début de 2002, à 2,5 %. La situation s'est également améliorée dans les banques régionales, quoique plus modestement. Les banques n'ayant plus besoin de constituer des provisions pour actifs dépréciés ou créances irrécouvrables, leur rentabilité s'est également redressée, même si elle reste faible au regard des normes internationales. Dans l'ensemble, les banques japonaises sont aujourd'hui moins vulnérables aux chocs et plus à même de soutenir l'activité économique. Si la restructuration des entreprises et la reprise économique ont permis de réduire l'encours des créances irrécouvrables, le durcissement des mesures gouvernementales en matière de surveillance et



Rue commerçante de Tokyo.



courants/ventes est revenu aux niveaux records de la fin des années 80, dans le secteur manufacturier comme dans les autres secteurs (graphique 2).

- *Redressement des bilans.* Les efforts acharnés visant à réduire le poids de la dette ont été récompensés, surtout dans les moyennes et grandes entreprises. La valeur nominale de la dette a diminué de 125.000 milliards de yen depuis 1996; les ratios dette/ventes sont redescendus à leurs niveaux historiques moyens d'avant la bulle dans le secteur manufacturier et ont aussi nettement diminué dans les autres secteurs (graphique 3). Les liquidités ainsi libérées ont permis aux entreprises de moderniser leurs capacités de production, de valoriser le capital humain et d'attribuer aux employés et aux actionnaires des primes et des dividendes plus élevés.

- *Élimination des capacités oisives.* Parallèlement au remboursement de la dette, la restructuration des entreprises engagée au milieu des années 90 a consisté à renoncer aux nouveaux investissements pour résoudre le problème des capacités oisives, ce qui a eu pour effet de supprimer l'excédent de capital physique; en 2005, l'exploitation des capacités avait retrouvé le niveau moyen des années 1980-89 (graphique 4).

- *Fin de l'ajustement des coûts de main-d'œuvre.* Les mesures prises par les entreprises pour supprimer les emplois excédentaires semblent aussi avoir porté leurs fruits. Après s'être appuyées sur des stratégies classiques comme la diminution des embauches et des heures supplémentaires, elles ont adopté des moyens plus radicaux : elles ont procédé à des licenciements et commencé à remplacer les employés à temps plein par du personnel engagé à temps partiel ou sur la base de contrats à durée déterminée. Mais, en raison de la baisse nominale des

ventes due au climat déflationniste, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont continué d'augmenter jusqu'à fin 1999. Ils ont toutefois baissé par la suite et, en 2005, étaient revenus au niveau du début des années 90. Bien que d'autres ajustements puissent intervenir, tout comme la réduction des capacités oisives favorise l'investissement depuis 2003, l'amélioration de la situation sur le plan des coûts de main-d'œuvre soutient l'emploi et la hausse des salaires depuis le début de 2005. Les ratios offres/demandes d'emplois ont atteint un niveau sans précédent, et l'emploi à temps plein augmente plus vite que l'emploi à temps partiel.

Cette évolution favorable, de plus en plus manifeste, est perçue par le public japonais comme par les investisseurs internationaux. Le cours des actions a plus que doublé depuis

dans d'autres domaines a joué un rôle décisif dans l'assainissement du système bancaire.

Des entreprises plus solides. Les entreprises ont remédié aux excès des années 90 essentiellement en réduisant les coûts, en diminuant les capacités oisives et en affectant la hausse des bénéfices à la résorption de leur endettement. Elles se sont concentrées sur les domaines suivants :

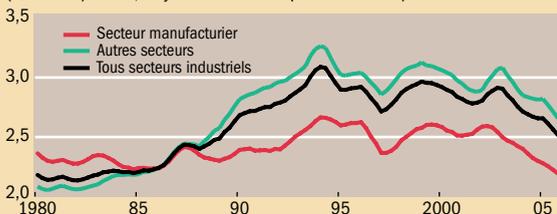
- *Hausse des bénéfices.* Grâce à des efforts persistants de réduction des coûts de main-d'œuvre, entre autres, à la disparition des producteurs et fournisseurs inefficients et à l'augmentation de la demande, les entreprises de toutes dimensions ont vu leur rentabilité monter en flèche. De fait, le ratio bénéfices

Graphique 3

Réduction de la dette des entreprises

En réduisant leur endettement, les entreprises ont pu améliorer leurs résultats.

(ratio dette/ventes, moyenne mobile sur quatre trimestres)



Sources : Ministère des finances japonais et calculs des services du FMI.

Graphique 4

Plein gaz!

Les entreprises japonaises retrouvent leur pleine vitalité.

(utilisation des capacités, 1980-89 = 100; corrigé des variations saisonnières)



Sources : Ministère des finances japonais et calculs des services du FMI.

le plancher de 2003, les prix fonciers, après avoir atteint leur niveau le plus bas, ont amorcé une hausse, et la confiance des consommateurs est soutenue. De plus, bien que la déflation se soit révélée particulièrement tenace, l'inflation des prix à la consommation est enfin redevenue légèrement positive vers la fin de 2005. Dans un geste qui témoigne de la vigueur de la reprise et de la fin d'une longue et douloureuse période, la Banque du Japon a mis un terme, début mars, à sa politique exceptionnelle de «détente quantitative» qui consistait à alimenter massivement les banques en liquidités durant la crise du système financier et la phase de déflation du pays.

Les perspectives économiques à court terme sont à vrai dire très favorables : le FMI prévoit désormais une croissance du PIB réel de près de 3 % en 2006 et de plus de 2 % en 2007. Mais cette embellie est-elle le fruit des réformes ou simplement un rebond prévisible, un délai suffisant s'étant écoulé, après un creux cyclique? Il est difficile de donner une réponse catégorique, mais il est frappant que ce retournement ait suivi l'accentuation de la pression réglementaire exercée sur les banques pour qu'elles assainissent leurs bilans. Le redressement du secteur financier a de son côté favorisé la revitalisation du secteur des entreprises (et vice-versa). Dans le même temps, la baisse du nombre de participations croisées entre les banques et les compagnies d'assurances, d'une part, et les *keiretsu*, d'autre part, a encouragé une répartition plus rationnelle des ressources, les dirigeants étant désormais mieux à même de prendre des décisions fondées sur les prix et la qualité. En général, l'amélioration des résultats économiques du Japon a coïncidé avec l'abandon progressif des pratiques commerciales et gouvernementales insulaires du passé. Cela dit, des rigidités structurelles continuent de freiner la croissance. Le processus consistant à supprimer les distorsions sur les marchés du travail et de produits, à atténuer la surréglementation et à renforcer le cadre antitrust vient tout juste de commencer.

Les dix prochaines années

Que reste-t-il à faire? Le programme est vaste : il s'agit d'améliorer l'utilisation de la main-d'œuvre, de stimuler la concurrence sur les marchés de produits, de libéraliser le secteur agricole et d'encourager l'investissement direct étranger. Simultanément, il faut réduire l'énorme dette publique héritée des années qui ont suivi l'éclatement de la bulle. Bien que ces réformes soient unanimement jugées nécessaires — on a vu dans le résultat des dernières élections, en septembre 2005, un soutien du public en faveur de ces réformes —, leur exécution pourrait être épineuse étant donné l'opposition tenace des intérêts bien établis et des bénéficiaires du *statu quo*.

Au vu de ces perspectives favorables à court terme, l'enjeu essentiel pour le Japon consiste à assurer une croissance autonome face à la pression démographique grandissante. Le pays vieillit rapidement, le taux de natalité étant nettement inférieur au taux de remplacement de la population. La population d'âge actif est en recul depuis 2000, et le ratio de dépendance économique des personnes âgées (rapport entre les personnes d'au moins 65 ans et la population d'âge actif) est le plus élevé des pays industrialisés. S'il est vrai que, lorsque la population diminue, le taux de croissance global nécessaire au maintien du niveau de vie est moindre, une progression sensible du revenu par habitant s'impose pour faire face à la hausse du coût des retraites et des soins de santé engendrée par le vieillissement de la société.

Avec la baisse de la population active, la croissance par habitant sera fonction de la hausse de la productivité obtenue grâce à une utilisation plus efficace des ressources et à l'exploitation des progrès techniques. Un récent rapport commandé par l'État, *Japan's 21st Century Vision*, souligne qu'il importe de relever la productivité et de mettre la mondialisation à profit pour éviter une dégradation du niveau de vie, par exemple en encourageant l'investissement direct étranger, en libéralisant les échanges agricoles et en atténuant les contraintes qui pèsent sur l'offre de main-d'œuvre par un assouplissement de la réglementation du travail et de la politique d'immigration.

Les autorités et le secteur privé peuvent-ils unir leurs efforts pour transformer l'économie et créer ce «nouveau Japon»? Les premiers signes sont encourageants. L'économie semble sur le point d'entrer dans une nouvelle phase, qui aura pour caractéristiques une situation financière normalisée, une fonction publique restreinte et un secteur privé plus performant.

Normalisation de la situation financière. Avec la fin de la déflation, les ménages et les entreprises devront faire face au rétablissement des taux d'intérêt réels à des niveaux plus normaux. Même durant cette normalisation, la politique monétaire devrait demeurer accommodante. Dans la première phase, les liquidités excédentaires seront graduellement retirées du système bancaire; durant cette opération, conduite sur plusieurs mois, le taux directeur restera nul. Par la suite, la hausse des taux d'intérêt devrait être progressive étant donné la trajectoire escomptée des prix.

Moins d'État. Après des années de déficits considérables, un assainissement budgétaire est en cours pour juguler la hausse de la dette publique et faire de la place aux dépenses liées au vieillissement démographique. Avec une dette publique nette qui frôle 100 % du PIB, la fragilité de la situation budgétaire pourrait peser sur les perspectives de reprise. L'objectif officiel consistant à dégager un excédent primaire (hors sécurité sociale) au début des années 2010 est en bonne voie, le déficit primaire ayant reculé de 5,5 % du PIB pour l'exercice 2003 à 3 % environ pour l'exercice 2005 (graphique 5).

Jusqu'à présent, la priorité a été donnée au resserrement des dépenses, notamment via la compression des dépenses excessives d'infrastructure. Mais les mesures concernant les recettes devront jouer un rôle grandissant ces prochaines années, notamment la hausse probable de la taxe sur la consommation (dont le taux est au Japon le plus faible des pays industrialisés où cette taxe existe). Il conviendra en outre de conjuguer baisse des prestations et hausse des primes pour

Graphique 5

Des perspectives budgétaires plus encourageantes

Le déficit primaire du Japon diminue et pourrait faire place à un excédent d'ici à 2011.

(solde primaire, hors sécurité sociale, pourcentage du PIB)



Source : Bureau du Cabinet japonais.



parer à l'envolée prévue des dépenses de sécurité sociale et de santé (d'après les tendances actuelles, et malgré la réforme récente des retraites, les dépenses de sécurité sociale passeront de 16 % du PIB pour l'exercice 2005 à 20 % du PIB pour l'exercice 2025, et les dépenses médicales doubleront).

Par ailleurs, l'État va vraisemblablement continuer à diminuer son rôle dans l'économie en réduisant les opérations de ses institutions financières. Celles-ci, à l'exception de la Poste japonaise, ont déjà vu leurs prêts diminuer de 20 % depuis 2000, et les dépôts à la Poste japonaise (qui financent essentiellement des investissements publics suboptimaux) ont aussi fléchi de 20 %. La privatisation de la Poste japonaise, la plus grande institution de dépôt au monde, éliminera une source de concurrence déloyale pour le système bancaire privé. Ce sera une opération de longue haleine, mais l'emploi plus efficace de l'épargne japonaise pourrait apporter des avantages appréciables.

Consolidation du secteur bancaire. Les banques municipales japonaises ont procédé à de nombreuses fusions et forment aujourd'hui trois grands groupes bancaires qui ont engrangé des bénéfices substantiels ces dernières années. La hausse de leur rentabilité permettra aux banques de rembourser les injections de capitaux publics et de consolider leur assise financière. À court terme, l'augmentation des taux d'intérêt devrait, en relevant les marges nettes d'intérêts, doper les bénéfices, mais, pour préserver le dynamisme du secteur financier et prévenir des problèmes ultérieurs, il sera essentiel de mieux fixer le loyer de l'argent (sur la base d'évaluations prospectives des risques associés aux prêts) et de renoncer aux prêts excessifs adossés à des garanties. Cette mesure sera d'autant plus cruciale que la santé retrouvée des entreprises a stimulé la demande de prêts bancaires. (De fait, en février 2006, le crédit a enfin amorcé une hausse après huit années de baisse ininterrompue.)

Meilleures performances du secteur des entreprises. Dans une large mesure, les perspectives économiques du Japon dépendront de la capacité des entreprises à faire un usage productif de leur situation financière assainie et à ne pas répéter les erreurs du passé (autrement dit, elles devront maintenir leur endettement à un niveau viable, réagir aux signaux de prix et mettre l'accent sur les bénéfices). Les entreprises s'orientent désormais davantage sur l'expansion des activités que sur le remboursement de la dette. Les grandes entreprises industrielles japonaises sont bien placées pour faire face aux enjeux de la mondialisation; elles ont rationalisé leurs opérations et accentué leur intégration mondiale, notamment par l'établissement d'unités de production en Chine et en Asie du Sud-Est. Selon la

dernière enquête sur les activités des entreprises japonaises de fabrication à l'étranger, le rapport entre la production à l'étranger et la production totale pourrait passer de 28 % au cours de l'exercice 2004 à 34 % à moyen terme. Les entreprises ont en outre augmenté les dépenses consacrées à la recherche-développement et entrepris de relever les investissements pour remplacer des équipements vieillissants (graphique 6). L'ajustement des coûts de main-d'œuvre concourra à soutenir la demande d'employés à temps plein des entreprises, ce qui est encourageant pour la croissance des revenus et de la consommation.

La qualité de la gouvernance sera l'élément décisif qui permettra aux entreprises de tirer le meilleur parti de leur robustesse actuelle. La situation s'améliore d'ores et déjà dans ce domaine : leurs relations étroites avec les banques (dont les importantes participations croisées sont un bon exemple) continuent de se distendre et l'obligation de rendre compte aux actionnaires s'affirme. Malgré quelques récents scandales surmédiatisés, la lutte pour le contrôle des sociétés semble s'intensifier : les opérations de fusion ont atteint un niveau sans précédent, et les entreprises riches en liquidités se voient contraintes d'augmenter les dividendes. De nouvelles règles visant à faciliter l'acquisition d'entreprises et à préciser les mesures anti-OPA pourraient accélérer ce processus, mais c'est leur application qui sera déterminante (la décision sur la proposition visant à autoriser les entreprises étrangères à utiliser leurs actions pour acheter des sociétés japonaises a déjà été reportée).

Un tournant pour le Japon

Le Japon semble véritablement à la croisée des chemins. Compte tenu des progrès décrits ci-dessus et de la conjoncture extérieure globalement favorable, il devrait connaître une croissance nettement supérieure au cours de la décennie à venir. En effet, plusieurs observateurs universitaires et analystes du marché estiment aujourd'hui que la hausse tendancielle de la productivité japonaise a accéléré et que la croissance globale du PIB pourrait atteindre durablement 2 à 2,5 %, même dans un contexte de déclin démographique. Un tel rythme de croissance démontrerait l'utilité des réformes antérieures et permettrait de créer un cercle vertueux à l'appui du prochain cycle de réformes structurelles nécessaires pour maintenir cette expansion vigoureuse.

Une croissance autonome au Japon aurait des effets substantiels au niveau mondial. Le Japon étant la deuxième puissance économique mondiale, sa croissance aurait des retombées dans toute l'Asie et sur toute la planète et concourrait à équilibrer la croissance mondiale, ce qui permettrait en outre de résorber les déséquilibres des comptes courants mondiaux. La route a été longue, mais le Japon est désormais bien placé pour apporter sa pierre à une économie mondiale stable et dynamique. ■

Daniel Citrin est Directeur adjoint du Département Asie et Pacifique (APD) du FMI. Alexander Wolfson, actuellement administrateur de Citigroup Inc. au sein de la division Global Country Risk Management, a été économiste à l'APD de 2001 à 2005.

Bibliographie :

Fonds monétaire international, 2005a, Japan: Staff Report for the 2005 Article IV Consultation (Washington).

———, 2005b, "Recovery of Japanese Firms," in Japan: Selected Issues (Washington), p. 28–39.

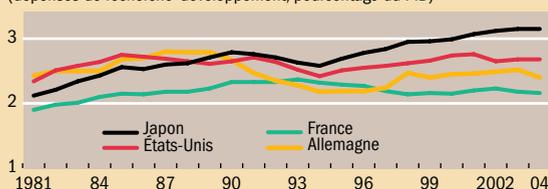
Koll, Jesper, 2005, "Japan Is Back, for Real This Time," Far Eastern Economic Review, Vol. 168 (October), p. 11–15.

Graphique 6

Investissement dans l'avenir

Le Japon dépense plus que ses concurrents pour la recherche-développement.

(dépenses de recherche-développement, pourcentage du PIB)



Sources : Ministère des finances japonais et calculs des services du FMI.