

CEPII

L'économie mondiale 2009



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

II / États-Unis, Europe, Japon

*Audrey Gasteuil, Jean-Loïc Guièze, Laure Maillard, Florence Pisani**

États-Unis : entre crises financière et immobilière

Au début de l'été 2008, le PIB ne s'était toujours pas contracté outre-Atlantique et le spectre d'une forte récession semblait, pour un temps au moins, s'être éloigné. Pourtant, sur l'année écoulée, l'économie américaine a été soumise à rude épreuve. Elle a dû faire face à un ajustement profond du marché immobilier, doublé d'une envolée des prix énergétiques et alimentaires. Or, au cours des dernières décennies, un seul de ces chocs a toujours suffi à provoquer une baisse marquée de l'activité. Cette résistance est d'autant plus remarquable que les États-Unis ont aussi été confrontés à une crise financière qui, loin d'être cantonnée aux seuls prêts hypothécaires *subprime* – ceux accordés à des ménages à faibles scores de crédit – s'est rapidement étendue à l'ensemble des compartiments du marché du crédit.

Certes, depuis l'été 2007, la croissance a nettement ralenti, presque calé même : au quatrième trimestre 2007, le PIB a légèrement baissé et n'a progressé que de 0,9 % en rythme annuel au premier trimestre 2008. Ce coup de frein brutal s'explique par la poursuite de la contraction rapide de l'investissement résidentiel : son recul de plus de 20 % sur un an avait retiré, début 2008, un point à la croissance. Le fléchissement de l'activité s'explique aussi par un tassement progressif de la consom-

* Audrey Gasteuil (Japon) est économiste au service des études économiques de la Société générale ; Jean-Loïc Guièze (Nouveaux États membres de l'UE) est économiste senior à la BNP-Paribas ; Laure Maillard (Europe de l'Ouest) est économiste de marché à la Caisse des dépôts et consignations ; Florence Pisani (États-Unis) est économiste à Dexia Asset Management.

mation, lié pour partie à la hausse du prix de l'essence, pour partie à l'érosion de la richesse immobilière. En 2007, les ménages n'ont « extrait » du marché hypothécaire que 5 points de revenu disponible, contre plus de 8 en moyenne de 2002 à 2006. Au premier trimestre 2008, la consommation progressait ainsi à un rythme à peine supérieur à 1 %, contre près de 3 % huit mois plus tôt. Le ralentissement observé est notable. Il ne ressemble toutefois en rien au « scénario de cauchemar » prophétisé par les Cassandre : en glissement annuel, la croissance était toujours, au début de l'été 2008, proche de 2 %.

Cette résilience de l'économie américaine est loin d'être seulement affaire de chance. À la différence de ce qui était le cas en 2000, les entreprises américaines ont abordé le ralentissement relativement peu endettées et sans stocks ni capacités de production excédentaires. De plus, en baissant son taux directeur – entre septembre 2007 et mai 2008, il est tombé de 5,25 à 2 % – la Banque centrale américaine a poussé le dollar à la baisse face aux monnaies des économies où les taux ne baissaient pas, celle de la zone euro en particulier. Ce faisant, elle a permis au moteur de l'exportation de tourner à plein régime, et ce d'autant plus que la croissance restait dynamique dans les pays émergents. Le ralentissement des importations aidant, l'extérieur a apporté un soutien décisif à l'économie, contribuant à hauteur de plus d'un point de PIB à la croissance. Surtout, la contraction apocalyptique du crédit annoncée par certains – d'après une grande banque d'investissement notamment, la perte par les institutions financières américaines de 200 milliards de dollars devait se traduire par une baisse de l'encours du crédit de... 2 000 milliards de dollars – n'a pas eu lieu. Loin de diminuer, la taille des bilans des banques commerciales a... gonflé et leurs crédits aux entreprises comme aux ménages ont continué de progresser. Les institutions financières ont certes subi des pertes très importantes (près de 240 milliards de dollars, recensés à fin juillet 2008), mais elles ont réussi à lever, à la même date, un montant significatif (180 milliards de dollars) de capitaux sur le marché boursier. Les banques commerciales en particulier (155 milliards de dollars de pertes) ont levé un montant presque équivalent de capitaux propres (120 milliards de dollars).

La politique économique mobilisée

Dans cet épisode, la politique économique a joué un rôle essentiel. Face à la propagation de la crise financière, face aussi

à l'absence de stabilisation sur le marché immobilier, l'attitude des autorités a profondément changé début 2008. La Réserve fédérale avait, sur la seconde partie de l'année 2007, baissé ses taux très graduellement et presque à « reculons » – laissant entendre à l'issue de chacun de ses comités de politique monétaire que l'inflation la préoccupait, que la baisse des taux était sans doute proche de son terme et qu'elle n'hésiterait pas à « reprendre » rapidement, si nécessaire, les baisses concédées. Elle abandonne, en janvier 2008, ce gradualisme : en moins de deux semaines, elle abaisse son taux directeur de 125 points de base (plus qu'entre août et décembre 2007) pour le porter à 3 %. Certes, les effets de cette politique sur la demande intérieure ont peu de chances d'être aussi puissants que par le passé. D'abord parce que, malgré le maintien de ratios de fonds propres suffisants, les institutions de crédit sont moins enclines à prêter ; ensuite, parce que les incitations à emprunter vont rester faibles : à l'été 2008, les taux d'intérêt pour les emprunteurs finaux, les ménages en particulier, étaient plus élevés que début 2007. Loin d'avoir suivi la baisse de plus de 100 points de base des taux des obligations publiques, les taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires classiques (*prime*) à taux fixes étaient, en juin 2008, au même niveau qu'un an auparavant ; ceux sur les prêts de montants élevés (*prime jumbo*) étaient, eux, 100 points de base *au-dessus* de leur niveau de juin 2007. La politique monétaire n'en a pas pour autant été privée de tout effet : en réduisant le coût des ressources à court terme et en ouvrant de nouvelles facilités de refinancement, la Fed aide les institutions financières à porter le montant élevé de dettes accumulées au cours des dernières années. Faute de trouver les financements nécessaires, ces institutions auraient, sinon, été contraintes d'en vendre une partie, accentuant ce faisant les baisses de prix. Entre décembre 2007 et mai 2008, la Fed a ainsi étendu la gamme des titres acceptés en garantie dans ses opérations de refinancement et accru la durée de ses opérations habituelles de prises en pension. La faillite du fonds spéculatif Carlyle Capital, puis le naufrage de la banque d'investissement Bear Stearns la conduiront à créer, début mars, une facilité permettant aux *primary dealers* d'échanger pour 28 jours renouvelables leurs titres peu liquides contre des titres du Trésor américain (*Term Securities Lending Facility*). Ils l'amèneront, quelques jours plus tard, à ouvrir son guichet d'escompte, jusqu'ici réservé aux seules institutions de dépôt, aux banques d'investissement en

créant une nouvelle facilité de crédit au jour le jour (*Primary Dealer Credit Facility*). Ces programmes, loin de faire partie d'un plan pensé de longue date, sont une réponse à une situation d'urgence : entre décembre 2007 et mai 2008, la Fed aide ainsi à financer l'équivalent de 400 milliards de dollars de dette et accepte, *de facto*, de s'exposer à un certain risque de crédit (si demain des institutions à qui elle a accepté de prêter font faillite, la Fed restera en possession de titres dont certains pourraient ne pas être remboursés). Ce changement de structure de son bilan n'altère toutefois en rien, notons-le, sa taille. En même temps que la Fed augmentait le montant de ses prêts à des institutions financières, elle a en effet vendu une partie des titres du Trésor qu'elle détenait. Mi-2008, la taille de son bilan était ainsi comparable à celle observée un an auparavant. La Fed n'en a pas moins aidé les institutions financières à trouver auprès d'elle les refinancements qu'elles ne pouvaient trouver auprès d'autres intermédiaires. La politique va fonctionner : la Banque centrale va peu à peu parvenir à contenir les tensions sur les marchés. Toutefois début juillet 2008, si les *spreads* de crédit se sont sensiblement réduits par rapport au mois de mars, la situation sur le marché monétaire est loin de s'être normalisée.

Les initiatives prises à l'automne 2007 par l'Administration américaine ont été moins heureuses. Le « super conduit » – l'idée est poussée par le secrétaire au Trésor H. Paulson – destiné à éviter les ventes forcées des véhicules d'investissement qui ne parvenaient plus à se financer ne verra jamais le jour. Les négociations engagées par l'État de New York pour trouver une solution aux problèmes des réhausseurs de crédit ne connaîtront guère plus de succès. Quant au plan « Hope Now » qui en gelant les taux d'intérêt sur les emprunts *subprime* à taux variables devait permettre à 1,2 million de ménages en difficulté de conserver leurs logements, il se révélera vite peu opérant. L'exclusion des plus fragiles (seuls sont éligibles les emprunteurs n'ayant connu aucun incident de paiement avant la renégociation des taux) comme le manque d'automatisme du plan (la conditionnalité suppose une étude dossier par dossier) laissent déjà présager d'un échec, la baisse agressive des taux de la Fed à partir de janvier 2008 finit de vider de son intérêt l'initiative conduite par le secrétaire au Trésor. Comme pour la politique monétaire, le mois de janvier marque un tournant : un plan de stimulation de quelque 170 milliards de dollars (plus d'un point de PIB) va être proposé par George W. Bush... et voté

en un temps record par le Congrès. Parallèlement, pour éviter que le canal du crédit ne s'assèche, une série de mesures concernant les organismes semi-publics de titrisation vont être prises. En relâchant les contraintes pesant sur Fannie Mae et Freddie Mac, ces mesures devaient permettre aux deux agences d'assurer la liquidité sur le marché secondaire des prêts hypothécaires et, ce faisant, inciter les institutions financières à continuer d'en distribuer. En février 2008, la taille maximale des prêts assurables par Fannie Mae et Freddie Mac est ainsi temporairement relevée de 417 000 dollars à 729 000 dans les régions où les prix immobiliers sont fortement montés : la mesure vise à remettre en fonctionnement le marché des prêts *jumbo*, paralysé depuis le début de la crise. Début mars 2008, la limite sur les portefeuilles d'investissement des agences (735 milliards de dollars) est supprimée pour leur permettre d'acheter plus de prêts. Mais les agences butent aussi sur leurs contraintes de fonds propres. L'abaissement des exigences de surcapitalisation imposées par l'OFHEO – leur organisme de tutelle – leur donne alors la possibilité d'acquiescer un surcroît de 200 milliards de créances sur le marché hypothécaire ou, à terme, de garantir plus de 2 000 milliards de prêts supplémentaires. L'objectif de l'Administration est louable. Depuis la fin de l'année 2007, la « titrisation privée » – constituée, pour une bonne part, de prêts *subprime* – s'est arrêtée ; les agences ont toutefois pris le relais et acheté ou garanti plus de créances hypothécaires. Une contraction trop marquée du crédit a pu être ainsi évitée. Pourtant, une fois encore, les mesures proposées relèvent plus du bricolage que d'un plan solidement réfléchi : inciter Fannie Mae et Freddie Mac à acheter plus de prêts, tout en réduisant les fonds propres requis, revient à faire porter plus de risques par ces agences, qui pour être « parrainées » par le Gouvernement américain, n'ont pas, rappelons-le, sa garantie explicite. L'inquiétude suscitée par un changement de normes comptables qui risque d'accroître leur besoin en fonds propres et, surtout, par les propos de William Poole, ancien président de la Réserve fédérale de Saint-Louis, suffiront, quelques semaines plus tard, à provoquer un vent de panique sur les marchés financiers : en déclarant que les deux agences sont insolubles, W. Poole va faire plonger le cours de leurs actions et forcer le Trésor et la Réserve fédérale à intervenir pour rétablir la confiance. Début juillet, le secrétaire au Trésor, H. Paulson, va ainsi annoncer un plan prévoyant que le Trésor puisse octroyer aux deux agences des lignes de crédit

importantes et, si nécessaire, que le Gouvernement puisse acheter leurs actions. En attendant l'accord du Congrès, le guichet d'escompte de la Réserve fédérale leur a été ouvert.

Le risque d'un ralentissement durable

À l'été 2008, malgré l'ensemble des mesures prises par les autorités américaines, les perspectives de croissance restent très incertaines. Le plan de stimulation, dont la mise en œuvre a commencé début mai, a certes augmenté de plus d'une centaine de milliards de dollars le revenu des ménages, et le surcroît de dépense qui en résulte devrait soutenir, pour quelques mois, l'activité. Début juillet, les premiers effets de ce plan sont d'ailleurs déjà visibles : malgré l'envolée du prix de l'essence et la chute des ventes d'automobiles – entre décembre 2007 et juin 2008, elles ont baissé de 16,3 millions d'unités à 13,6 – la consommation n'en a pas moins progressé de 1,5 % en rythme annuel au deuxième trimestre. Et, malgré un ajustement sévère du niveau des stocks des entreprises, le PIB a, en première estimation, augmenté de près de 2 % en rythme annuel sur le trimestre. Pour éviter qu'une spirale récessif ne s'enclenche toutefois demain aux États-Unis, la baisse des prix de l'immobilier doit être enrayée. Or, pour la première fois depuis que l'OFHEO publie cette statistique (1975), les prix des maisons ont reculé en glissement annuel (-3 % à fin mars 2008) et depuis quelques mois, le mouvement de baisse s'accélère et se généralise (au premier trimestre 2008, les prix ont baissé dans 43 des 51 États). D'autres indicateurs affichent des baisses plus marquées : l'indice Case/Shiller, notamment, indique à fin mars 2008 un recul des prix immobiliers de 12 % en glissement annuel. Moins exhaustifs sur le plan géographique, ces indicateurs incluent les maisons financées par des prêts *subprime* ou *jumbo*, alors que la série OFHEO ne rend compte que du comportement des prix des maisons acquises à l'aide de prêts « traditionnels » (*prime conforming*).

En soutenant temporairement la dépense des ménages, le plan Bush permet seulement de gagner un peu de temps ; quant à la baisse des taux de la Fed, elle ne s'est pas jusqu'à présent accompagnée d'une réduction parallèle du coût des emprunts hypothécaires, pourtant essentielle pour endiguer la baisse du prix des maisons. Surtout, les inquiétudes sur la solidité financière de Fannie Mae et Freddie Mac pourraient conduire ces agences à limiter désormais la progression de leurs engagements, tant du

moins qu'elles n'aient pas réussi à lever les capitaux propres nécessaires. Or, faute d'une stabilisation du marché immobilier, la consommation sera durablement freinée par l'érosion des prix des logements (selon les modèles économétriques usuels, une baisse de 10 % de ces prix retire environ 1,2 point à la croissance de la consommation au bout de deux ans), l'investissement des entreprises faiblira et le taux de chômage continuera de monter. Le risque, non d'une récession en « V », mais d'un ralentissement en « L » – une croissance faible pendant plusieurs années – est devenu bien réel outre-Atlantique.

Europe de l'Ouest : 2008, l'année des chocs

En juillet 2007, à l'occasion de la révision de ses perspectives de croissance, le FMI soulignait la performance de la zone euro. Celle-ci avait retrouvé une croissance plus équilibrée et n'était plus en marge du dynamisme de l'économie mondiale. L'accélération de la croissance n'ayant pas entraîné de tensions inflationnistes (en juillet 2007, l'inflation était à 1,8 % en rythme annuel), c'est bien la croissance potentielle qui semblait s'être améliorée. Le FMI prévoyait à l'époque que la croissance de la zone euro s'établirait autour de 2,5 % en 2007 et 2008. De fait, en dépit de la crise financière intervenue à l'été 2007, l'activité a continué de progresser au second semestre à un rythme proche du potentiel, avant de ralentir en fin d'année. La croissance sur l'ensemble de l'année 2007 a été proche de celle de l'année précédente (2,6 % après 2,8 % en 2006), s'appuyant sur des fondamentaux solides (taux de chômage bas et rentabilité élevée) et sur un environnement extérieur dynamique. Mais l'ampleur des chocs que traverse l'économie européenne rend cette performance difficilement soutenable. À la mi-2008, les perspectives de croissance du FMI étaient abaissées pour la zone euro à 1,7 % pour 2008 et 1,2 % pour 2009.

Les menaces sur la croissance

La crise financière démarrée aux États-Unis est le premier facteur du ralentissement, mais c'est en réalité un triple choc que les pays européens affrontent en 2008 : la crise immobilière, la crise financière et le choc inflationniste provoqué par la flambée des prix des matières premières.

Les deux premiers chocs concourent à ralentir le crédit. La hausse des taux d'intérêt, amorcée par la Banque centrale européenne dès la fin de l'année 2005, avait déjà ralenti la demande de crédits immobiliers. La crise financière constitue un frein supplémentaire, cette fois du côté de l'offre : le coût de financement des banques a renchéri (le taux euribor trois mois est passé de 4,1 % en juin 2007 à 4,9 % en juin 2008), et les banques exposées aux produits affectés par la crise subissent de lourdes pertes (les pertes enregistrées par le secteur bancaire européen à la mi-2008 étaient de 203 milliards de dollars). En conséquence, les banques devraient voir leur capacité à prêter se réduire et le retournement immobilier serait plus important que celui provoqué par le seul ralentissement de la demande de crédits.

Ces dernières années, dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt réels bas, le crédit s'est considérablement développé en Europe avec l'essor de la titrisation et la modification de la technologie financière (allongement de la durée des crédits, extension des prêts à taux variables...). Ce sont surtout le crédit aux ménages et le marché immobilier qui en ont bénéficié. Les pays dont la croissance reposait le plus largement sur l'expansion du crédit risquent d'être particulièrement touchés. Les inquiétudes se focalisent ainsi sur le Royaume-Uni, l'Espagne, l'Irlande et, dans une moindre mesure, la France et l'Italie. Entre 2001 et 2007, l'encours de crédit aux ménages rapporté au PIB est passé de 33 % à 45 % en France, de 39 % à 72 % en Espagne et de 57 % à 83 % au Royaume-Uni ; en Allemagne, en revanche, il est resté proche de 42 % du PIB. De fait, début 2008, la correction immobilière s'est intensifiée en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni. Elle est réelle mais moins brutale en France et en Italie.

Les répercussions de la correction immobilière transitent par deux effets, plus ou moins puissants selon les pays : l'effet direct, fonction du poids de la construction dans l'emploi et la valeur ajoutée ; l'effet indirect ou effet de richesse, la baisse de la valeur du patrimoine des ménages baissant, leur consommation se réduit.

Au Royaume-Uni, c'est l'effet de richesse qui expose le plus la croissance au risque immobilier. En effet, les dispositifs financiers outre-Manche permettent aux ménages de s'endetter à hauteur de l'accroissement de leur richesse patrimoniale (*Mortgage Equity Withdrawal*). Avec une baisse des prix de l'immobilier de plus de 6 % à la mi-2008 (sans précédent depuis le début des années 1990), la capacité d'emprunt des ménages

anglais est réduite. Par ailleurs, alors que l'équivalent des crédits *subprimes* n'existe pas à proprement parler dans les pays de la zone euro, ces pratiques se sont développées au Royaume-Uni et représentaient environ 8 % des prêts consentis aux ménages en 2006 (contre 20 % aux États-Unis). Les banques britanniques, et partant le financement futur de l'immobilier, sont exposées au risque de défaut sur ce type d'emprunts.

L'Espagne, elle, est très exposée à l'effet direct de la crise immobilière. Dans ce pays, la croissance de ces dernières années reposait largement sur le secteur de la construction (l'emploi dans la construction représentait 12,5 % de l'emploi total en Espagne et seulement 4 % de l'emploi britannique). À la mi-2008, les indicateurs de conjoncture dans la construction montrent un ralentissement brutal qui menace de récession l'économie espagnole.

Notons néanmoins qu'à la mi-2008, si le ralentissement du crédit immobilier est perceptible dans les pays les plus exposés, il n'y a pas d'assèchement brutal du crédit aux entreprises en Europe, en dépit de la volonté affichée par les banques de durcir les conditions d'accès au crédit et de la hausse des taux d'intérêt. La principale explication serait que les entreprises ont utilisé des lignes de crédit préalablement négociées. Par ailleurs, cette évolution globale du crédit aux entreprises masque des situations nationales très contrastées : en Allemagne, le crédit aux entreprises n'augmentait pas au troisième trimestre 2007, mais progressait de plus de 5 % l'an début 2008. En revanche, en Espagne, alors qu'il progressait de plus de 27 % l'an mi-2007, il a fortement ralenti et progressait de 17 % début 2008. Au total mi-2008 la distribution de crédit n'a pas marqué de décrochage brutal, mais cette menace plane toujours pour la fin 2008-début 2009.

La deuxième grande menace pour la croissance en 2008 provient de la flambée des prix des matières premières. Après le choc sur les prix alimentaires, apparu dès la fin 2007, c'est la hausse violente du prix du pétrole (de 90 dollars fin 2007 à plus de 140 dollars mi-2008) qui a suscité les craintes les plus vives. Selon les estimations de la Commission européenne, une hausse de 100 % du prix du pétrole en trois ans entraîne une baisse de la croissance de 1 point et une hausse de l'inflation de 2,1 points (soit respectivement 0,3 et 0,7 % par an). L'inflation en Europe a affiché des niveaux jamais atteints depuis le début des années 1990. Au Royaume-Uni, elle s'élevait, en rythme annuel, à 3,8 % en juin 2008, 4 % en zone euro, avec une contribution de

plus de 60 % de l'alimentation et de l'énergie. Ce choc constitue une contrainte de taille dans la mesure où, en l'absence d'indexation des revenus, le pouvoir d'achat des ménages recule, ne permettant plus à leur consommation, qui représente la moitié du PIB, de soutenir la croissance. Par ailleurs, la hausse des coûts de production pèse sur la rentabilité des entreprises de la zone euro qui, jusqu'en 2007, constituait un atout pour la croissance.

Enfin, le soutien apporté à la croissance par le commerce extérieur devrait s'estomper en 2008-2009 : les pays de la zone euro vont subir les effets du ralentissement mondial et de l'appréciation de l'euro face au dollar (de 1,45 début janvier à 1,57 mi-2008). Certains d'entre eux, notamment l'Allemagne, parviennent à augmenter leurs parts de marchés grâce à l'amélioration de leur compétitivité, notamment vers les pays émergents. En somme, en Europe, l'Allemagne apparaît globalement mieux armée que les autres pays pour affronter les différents chocs. Ainsi, elle pourrait afficher une performance durablement supérieure à la moyenne de la zone euro, ce qui bouleverserait la hiérarchie de croissance observée jusque-là.

Du côté de l'emploi, l'année 2007 a été particulièrement favorable. En un an, 2 500 000 emplois ont été créés (soit une hausse de 1,6 %), un record depuis la création de l'UEM. Le taux de chômage a fortement baissé, passant de 8,2 % en moyenne en 2006 à 7,4 % en 2007. Cette baisse dépasse la simple amélioration conjoncturelle. Les effets des réformes passées dans certains pays, et notamment en Allemagne (réformes Hartz), ont permis une accélération des créations d'emplois sans précédent (+ 1,6 %). Les départs à la retraite de la génération du *baby-boom* expliquent également la baisse du chômage de la zone euro en 2007. En 2008, la dégradation de la conjoncture devrait peser sur le marché du travail, même si celui-ci s'ajuste traditionnellement avec retard à l'activité. Mi-2008, le marché du travail a cessé de s'améliorer, mais, là encore, les situations nationales sont contrastées : il s'est détérioré en Espagne, en Italie et en Irlande, mais a continué de s'améliorer en Allemagne ; au Royaume-Uni, la remontée du taux de chômage début 2008 a été peu marquée, mais on s'attend à ce qu'elle le soit davantage d'ici à la fin de l'année.

Rigueur monétaire et risque de dérapage budgétaire

Début 2007, la Banque centrale européenne (BCE) avait affiché son intention de poursuivre son mouvement de resserre-

ment monétaire au-delà du premier semestre 2007. La crise financière de l'été 2007 a modifié la donne. Mais, fin 2007, en dépit d'un net durcissement des conditions financières lié à l'appréciation de l'euro et à la crise internationale, et en dépit des menaces d'un ralentissement de l'activité, la BCE n'a pas jugé nécessaire d'ajuster à la baisse ses taux directeurs, considérant que la croissance restait proche de son potentiel alors que l'inflation accélérât. La BCE, en revanche, s'est montrée particulièrement active en matière de gestion de la liquidité sur le marché interbancaire, usant d'une palette d'outils (contreparties directes, prêts à plus long terme et collatéraux pris en pension) mieux adaptée que celles dont disposent la Banque d'Angleterre (BdA) ou la Fed.

En 2008, la conjonction d'une inflation élevée et d'une croissance ralentie a créé un conflit d'objectif pour les banques centrales, notamment à partir du deuxième trimestre où l'accélération de l'inflation a été perçue comme durable alors que les signes de ralentissement de l'activité s'accumulaient. Face à la menace inflationniste, la BCE, fidèle à son mandat unique de garantir la stabilité des prix à moyen terme, a choisi de relever son taux directeur de 25 points de base à 4,25 % début juillet. Dans un contexte où l'inflation provient essentiellement de la hausse des prix importés, l'efficacité d'un tel geste a été mise en question. Pour justifier sa position, la BCE a rappelé que l'ancrage des anticipations était un préalable indispensable à la stabilité des prix et que, sur les marchés comme dans les enquêtes auprès des agents économiques, les anticipations d'inflation n'avaient cessé de progresser. La BCE a fortement mis en garde contre la possibilité d'effets de second tour *via* les salaires. Il est vrai que dans certains pays de la zone euro (Espagne, Belgique, dans une faible mesure en France) les salaires sont indexés sur les prix. En moyenne cependant, le choc inflationniste devrait se traduire, en zone euro, par une perte de revenu réel des ménages comme semble l'indiquer le fort ralentissement de la consommation début 2008. Ceci devrait limiter l'ampleur de la hausse des taux directeurs de la BCE. Cette hausse des taux, alors que la Fed a fortement assoupli sa politique monétaire depuis le début de la crise financière, a contribué à l'appréciation très nette de l'euro face au dollar (de 1,45 début janvier à 1,57 mi-2008).

Au Royaume-Uni, la BdA a été très vite confrontée au sauvetage d'un grand établissement financier, Northern Rock. Disposant

d'un cadre moins adapté aux crises interbancaires, la BdA a dû élargir la gamme des collatéraux acceptés en échange de financement. Après avoir fortement durci sa politique monétaire en 2007, remontant son taux de base de 5 % en début d'année à 5,75 % en mai 2007, la BdA a entamé un assouplissement en décembre, qui a ramené son taux à 5 % mi-2008. Mais la résurgence de l'inflation va obliger le gouverneur de la Banque centrale à se justifier auprès du ministre des Finances. Cela pourrait entraîner une interruption de l'assouplissement alors même que le marché immobilier est source d'inquiétudes.

Du côté de la politique budgétaire, l'année 2008 pourrait rompre avec les efforts de réduction des déficits. Après avoir atteint 1,3 % du PIB en 2006, le déficit public de la zone euro s'est réduit à 0,6 % en 2007. L'amélioration de la conjoncture et d'importants efforts structurels expliquent ce résultat, notamment en Allemagne où le solde budgétaire est passé d'un déficit de 1,6 % en 2006 à une situation d'équilibre en 2007, situation inédite depuis plus de vingt ans. Les recettes du budget allemand ont notamment bénéficié du supplément issu de la hausse de trois points de la TVA. En 2007, seuls quatre pays de la zone euro ont enregistré une dégradation de leur situation budgétaire : la Belgique, l'Irlande, la Grèce et la France. La France fait décidément figure de mauvais élève : elle appartient au groupe de pays de la zone euro où le déficit budgétaire est proche de la barre des 3 % du PIB (à 2,7 %) avec la Grèce (2,8 %) et le Portugal (2,6 %).

En 2008, le ralentissement de la croissance dégradera les finances publiques. Certains pays comme l'Irlande et l'Espagne vont amortir les effets de la crise. Le déficit français restera probablement proche de la limite de 3 % du PIB. Le Royaume-Uni a laissé les stabilisateurs automatiques jouer : sa situation budgétaire s'est dégradée dès 2007 avec un déficit à 2,9 % du PIB après 2,6 % en 2006. En 2008 son déficit devrait être supérieur à 3 %. La clause d'exemption (*opting out*) de l'Union monétaire dont dispose le Royaume-Uni lui permet d'ignorer les recommandations de la Commission européenne, laquelle a confirmé l'existence d'un déficit excessif au Royaume-Uni début juillet 2008.

La coordination budgétaire fait toujours défaut en Europe en raison notamment d'institutions trop fragiles. Là aussi, l'année 2008 pourrait être celle de la rupture : si en 2007 le nouveau traité de Lisbonne ouvrait la voie à des institutions plus adaptées, le vote de l'Irlande en juin 2008 a donné un coup d'arrêt

au processus. Seul pays à ratifier ce traité par voie référendaire, l'Irlande a voté non à plus de 53 %. C'est donc sur une nouvelle panne de la construction des institutions que la France a pris la présidence de l'Union européenne le 1^{er} juillet 2008.

Nouveaux États membres de l'UE : les régimes de change fixe à l'épreuve

Dans l'ensemble, les douze nouveaux États membres de l'UE devraient relativement bien résister au ralentissement de la demande mondiale et au renchérissement du crédit. En moyenne, après une période d'euphorie (6,3 % par an en 2006-2007), ils devraient retrouver en 2008-2009 leur taux de croissance potentiel (5 %). Toutefois, même à ce rythme, les pays les plus avancés ne rattraperont pas le niveau de vie de la zone euro avant 2020. Ainsi, la Slovaquie adoptera l'euro en janvier 2009 avec un niveau de vie de seulement 62 % de la moyenne. Son rattrapage prendra plusieurs années durant lesquelles les prix et les salaires augmenteront plus vite que dans le reste de la zone euro.

Adopter l'euro (comme l'ont déjà fait Chypre, Malte et la Slovénie) ou ancrer sa monnaie à l'euro (comme les pays baltes et la Bulgarie) permet de soutenir les réformes structurelles, d'alléger le coût de la dette publique, de renforcer la stabilité des systèmes bancaires, de réduire les primes de risque et d'attirer les capitaux étrangers. En contrepartie, cela implique d'abandonner l'autonomie de sa politique monétaire. Or, au cours du processus de convergence, il peut être nécessaire de recourir à des ajustements conséquents du taux de change réel, notamment pour restaurer la compétitivité. C'est pourquoi, dans le contexte actuel, les économies à régime de change flexible (Hongrie, Pologne, République tchèque et Roumanie) subiront un coup de frein moins marqué que les pays à régime de change fixe (Bulgarie et pays baltes).

Seul pays du groupe à ne pas respecter les critères de Maastricht en termes de finances publiques, la Hongrie a mis en place un programme de consolidation budgétaire drastique à la mi-2006. Cela lui a permis de réduire son déficit public de 9,2 % du PIB à 5,5 % en 2007, mais au prix d'une croissance divisée par trois (1,3 % en 2007). À l'époque, sa politique monétaire était contrainte par l'ancrage du forint à l'euro (avec bande de +/- 15 %). En février 2008, les autorités hongroises abandon-

naient ce « *peg* » pour recouvrer leur autonomie monétaire et en accroître l'efficacité. Comme la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Roumanie ont fait le choix de conserver un régime de change flexible afin de bénéficier plus longtemps d'une politique monétaire autonome. Cela leur permet, d'une part, de laisser s'apprécier leur monnaie pour contribuer au rattrapage du niveau réel des prix, et, d'autre part, si nécessaire, d'augmenter leurs taux d'intérêt pour contenir l'inflation.

Ainsi, alors que la flambée des prix alimentaires et de l'énergie touche l'ensemble de la zone, l'inflation atteint des sommets dans les quatre pays à régime de change fixe (de 12 à 18 % en glissement annuel en juin 2008) et les salaires y progressent plus vite qu'ailleurs (de 20 à 30 % d'augmentation en 2007). Cela détériore leur compétitivité alors qu'ils présentent déjà des déficits courants abyssaux (de 15 à 25 % du PIB), lesquels font peser un risque de crise de balance des paiements qui pourrait remettre en question leur ancrage fixe à l'euro. Pour l'heure, leurs réserves de change sont confortables et leurs déficits restent largement financés par des entrées de capitaux stables (investissements directs pour la Bulgarie, prêts des banques internationales à leurs filiales pour les pays baltes). Mais la hausse de la facture pétrolière tend à creuser les déficits courants au moment où l'augmentation des primes de risque rend leur financement plus difficile. La situation apparaît donc critique et impose une correction des déséquilibres. La Roumanie, qui présente également un déficit courant de plus de 15 % du PIB, a laissé se déprécier sa monnaie de 20 % entre juillet 2007 et février 2008, ce qui a restauré sa compétitivité et devrait rééquilibrer ses comptes extérieurs sans essouffler excessivement sa croissance. À l'inverse, la Bulgarie et les pays baltes ne peuvent ni laisser se déprécier leur monnaie ni mener une politique monétaire autonome pour lutter contre l'inflation. Leur ajustement passera donc par une restriction de leur accès aux capitaux (*via* la hausse des primes de risque et le resserrement du crédit par les banques internationales) et par un ralentissement potentiellement brutal de leur activité.

Du fait des pressions inflationnistes et du dérapage des soldes courants, l'entrée des pays baltes dans l'euro, initialement prévue en 2007, ne pourra pas intervenir avant 2011-2012. Pour leur part, la Pologne, la République tchèque et la Hongrie pourraient intégrer la zone euro en 2012-2013. Enfin, la Roumanie et la Bulgarie, qui partent de niveaux de vie et de prix bien plus

bas, devront vraisemblablement attendre 2013-2014 pour adopter l'euro dans les meilleures conditions.

Japon : une croissance ralentie par les chocs externes

La plus longue phase d'expansion économique de l'après-guerre, initiée en 2002, est en train de s'achever. Directement peu touché par la crise financière qui s'est déclenchée à l'été 2007 et n'ayant pas à craindre l'éclatement d'une bulle immobilière, le Japon sera affecté, en 2008 et 2009, par le ralentissement attendu de l'économie mondiale, par l'appréciation du yen ainsi que par la montée du prix du pétrole et des produits alimentaires. Aussi, après être revenue à 2,1 % en 2007 (contre 2,4 % en 2006), la croissance devrait-elle, au cours de ces deux années, être sensiblement inférieure à la croissance potentielle estimée à 1,5 %.

Une économie peu exposée à la crise financière et sans crise immobilière

Tout juste relevées de la crise aiguë de la fin des années 1990, les banques japonaises font face aux pertes et dépréciations d'actifs liées à la crise des *subprimes* aux États-Unis et, plus généralement, à la dislocation des marchés financiers. Ces pertes et dépréciations restent cependant, à la mi-2008, relativement faibles comparées à celles enregistrées par leurs homologues européennes et américaines ; elles devraient être absorbées sans difficulté majeure par le système financier japonais. D'ailleurs, les banques nippones n'ont pas été contraintes de recourir à des augmentations de capital. Ainsi, selon la Financial Services Agency (FSA), les pertes et dépréciations d'actifs générées par des produits adossés aux *subprimes* se sont élevées à 850 milliards de yens au cours de l'année fiscale 2007 (avril 2007-mars 2008) ; plus généralement, l'ensemble des pertes et dépréciations d'actifs supportées par les banques nippones, à la suite de la crise financière, avoisinait 2,4 trillions de yens seulement (soit 0,5 % du PIB contre plus de 1 % du PIB en Amérique du Nord à la fin du premier trimestre 2008).

Parallèlement, le marché monétaire japonais n'a connu que des tensions très modérées au regard de celles ayant affecté les marchés américain et européen. De même, selon l'enquête conduite par la Banque du Japon (BoJ) auprès des banques com-

merciales, les conditions d'octroi du crédit sont restées globalement accommodantes, tout en se resserrant quelque peu, alors qu'elles se durcissaient nettement aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans l'UEM.

Par ailleurs, à la différence des autres pays industrialisés, le Japon n'a pas connu de bulle immobilière ces dernières années et ne risque donc pas de souffrir d'une crise dans ce secteur. Bien au contraire, le Japon arrive enfin au terme de la longue période de baisse des prix qui a suivi les excès de la fin des années 1980. Après quinze années de déclin, les prix des terrains ont légèrement progressé en 2007 (+ 0,4 % l'an). Et si l'investissement en logements a fortement chuté au second semestre 2007, il ne s'agit que d'une réaction temporaire au durcissement des normes de construction antisismiques en juin 2007.

Certes, le Japon n'a pas échappé au mouvement généralisé de hausse des primes de risque, à partir des niveaux anormalement faibles du printemps 2007, mais ces mouvements ont été d'ampleur relativement limitée. Les taux des *Japanese Government Bonds* ont fléchi jusqu'en mars 2008, en raison du regain d'intérêt des investisseurs pour les obligations sans risque (fuite vers la qualité) et de l'éloignement des perspectives de relèvement du taux directeur de la BoJ. En revanche, les rendements des obligations émises par les entreprises aux ratings médiocres ont augmenté, leurs *spreads* (différence entre le rendement des obligations *corporate* et celui des obligations gouvernementales) s'élargissant.

En définitive, les principaux effets négatifs de la crise financière passent, pour le Japon, par l'appréciation sensible du yen vis-à-vis, pour l'essentiel, du dollar américain et de différentes monnaies asiatiques (won coréen, bath thaïlandais). En revanche, en juin 2008, le yen avait retrouvé ses plus bas niveaux de juin-juillet 2007 par rapport à l'euro, ce dernier valant plus de 165 yens, et l'appréciation du yen vis-à-vis du yuan était limitée. Au total, alors qu'il était en juillet 2007 au point le plus bas depuis 1985, le taux de change effectif réel du yen s'est apprécié de 7 %. Ce mouvement s'explique, au cours des premiers mois ayant suivi le déclenchement de la crise financière, dans une période de montée de l'aversion pour le risque et de volatilité accrue des taux de change, par le déboucement des positions de yen *carry trade* (les investisseurs ayant emprunté en yen à des taux d'intérêt très bas puis placé ces fonds en actifs à haut rendement en monnaies étrangères les ont revendus). Les craintes de récession aux États-Unis et le resserrement des *spreads* de taux entre les États-Unis, où les taux ont

fortement baissé, et le Japon ont également joué. Le yen a ainsi touché, à la mi-mars 2008, un plus haut depuis la fin 1995 vis-à-vis du dollar, celui-ci valant moins de 100 yens contre plus de 120 yens en juillet 2007. Toutefois, depuis mars 2008, mois marqué par des turbulences financières particulièrement accusées et le sauvetage de Bear Stearns, le yen, plombé par des taux d'intérêt considérablement inférieurs à ceux de nombreux pays étrangers (la Nouvelle-Zélande, notamment), a fléchi à nouveau, des positions de yen *carry trade* se reconstituant.

Une économie bénéficiant, jusqu'au premier semestre 2008, du dynamisme des pays asiatiques...

Le ralentissement de l'économie mondiale, initié aux États-Unis, s'est traduit, jusqu'à la mi-2008, par une décélération limitée des exportations japonaises. Certes, les exportations en volume vers les États-Unis, deuxième partenaire commercial du Japon, ont fortement baissé depuis le début 2007. Les secteurs les plus touchés sont l'automobile et les équipements de transport (41 % des exportations nippones en valeur vers les États-Unis en 2007), les machines électriques et les équipements électroniques. Afin de tenter de sauvegarder leurs parts de marché, les entreprises japonaises ont été contraintes de réduire leurs marges sur leurs ventes dans la zone dollar. Mais les exportations japonaises dépendent de moins en moins des États-Unis dont la part est tombée de 30 % du total en 2001 à 20 % en 2007, et on observe, depuis 2007, une réorientation des livraisons, originellement destinées aux États-Unis, vers l'Union européenne – mouvement naturellement favorisé par la force de l'euro.

Le Japon a bénéficié du dynamisme de la demande des pays exportateurs de pétrole (Moyen-Orient, notamment) et, surtout, de celle des pays asiatiques – près de la moitié de ses exportations leur est destinée –, de la Chine en particulier. L'ensemble « Chine et Hong Kong » constitue dorénavant le premier débouché du Japon, avec un poids croissant (21 % du total en 2007 contre 13 % en 2001). Les exportations nippones en valeur vers la Chine ont progressé de 12,2 % sur un an en mai 2008.

En définitive, une incertitude majeure affectant les perspectives économiques japonaises tient à l'ampleur du tassement probable de la demande des pays émergents asiatiques fin 2008 et en 2009, consécutif au ralentissement du commerce mondial et de leur demande interne. Ces pays sont en effet fortement

pénalisés par la montée des prix des produits alimentaires et du pétrole. De ce fait, l'inflation s'y accélère nettement et, en conséquence, les politiques monétaires sont progressivement resserrées tandis que les taux de change tendent à s'apprécier.

... mais subissant de plein fouet la flambée des prix des produits de base

Pays mal doté en ressources naturelles, le Japon est extrêmement dépendant de l'extérieur pour ses besoins en produits alimentaires, matières premières et énergie : ces postes constituent plus de 40 % du montant de ses importations de marchandises.

Le Japon est caractérisé par une intensité énergétique (consommation d'énergie primaire rapportée au PIB) faible. Cependant, le pays dépend fortement de l'extérieur pour son approvisionnement en énergie primaire (taux de dépendance de 83 % en 2007, contre 50 % pour la France et 29 % aux États-Unis). Aussi, par suite du renchérissement du pétrole importé, du gaz et du charbon, la facture énergétique japonaise s'est-elle considérablement alourdie. Entre 2004 et 2007, le prélèvement opéré sur le Japon par les pays producteurs *via* ses importations nettes d'énergie s'est accru de 1,6 point de PIB. En particulier, la facture pétrolière est passée de 2,5 % du PIB au troisième trimestre 2007 à 3,3 % du PIB au premier trimestre 2008 lorsque le prix du baril de Dubaï (pétrole de référence pour le Japon qui s'approvisionne principalement au Moyen-Orient) est monté de 70 à 91,2 dollars. Ce sont les entreprises qui subissent la plus grande partie de ce choc, le poids de l'énergie dans l'indice des prix à la consommation étant relativement faible (7,4 % contre 9,7 % aux États-Unis et 7,9 % en France).

En revanche, les ménages sont particulièrement affectés par la montée des prix de l'alimentation. Le poste « alimentation » représente, en effet, 25,9 % des dépenses prises en compte dans l'indice des prix (comparé à 16,4 % en France et à 13,8 % aux États-Unis), constituant leur premier poste de dépenses. Le taux d'autosuffisance alimentaire du Japon est passé de 60 % en 1970 à 40 % aujourd'hui, soit le taux le plus bas de tous les pays industrialisés. Largement autosuffisant en riz, le Japon doit importer massivement de nombreux autres produits agroalimentaires (blé, soja, poisson, viande, fruits, légumes, produits laitiers...), en provenance des États-Unis en particulier. L'archipel est donc vulnérable à la hausse mondiale des cours des denrées agri-

coles. Les prix à l'importation des produits alimentaires ont fortement progressé depuis mai 2006 (+ 15,5 % en juin 2008 sur un an).

Dans ce contexte, les prix des biens importés ont été à l'origine d'une nette accélération des prix à la consommation au premier semestre 2008 alors que le taux d'inflation « sous-jacent », hors alimentation et énergie, était quasi-nul et que l'évolution du déflateur du PIB demeurait en territoire négatif. Le taux d'inflation est monté à 2 % l'an en juin 2008 : l'énergie a contribué pour 1,1 point à cette hausse et l'alimentation à hauteur de 0,9 point de pourcentage. Les prix des produits de base ne devant pas significativement fléchir, l'inflation devrait s'accélérer à environ 1 % en 2008, après + 0,1 % en 2007, alors que l'inflation sous-jacente passerait graduellement en territoire positif.

Cette accélération des prix ainsi que le renforcement des anticipations inflationnistes, reflété par l'enquête de la BoJ auprès des ménages, ne devraient pas pousser le Comité de politique monétaire (CPM) de la banque centrale à reprendre, en 2008, le processus de « normalisation » de sa politique monétaire. Ce mouvement de hausses de taux est suspendu depuis février 2007, date à laquelle le CPM avait relevé son taux objectif (soit le taux au jour-le-jour) de 25 pb pour le porter à 0,5 %, après une première augmentation de 25 pb en juillet 2006. La crise financière et son impact sur l'économie réelle l'avaient ensuite incité au *statu quo*. Si la BoJ devrait conserver cette position attentiste en 2008, en maintenant son taux directeur à 0,5 %, elle pourrait le relever graduellement à partir du second semestre 2009 lorsque, hors scénario de risque, la conjoncture s'améliorera et l'inflation se modérera. Il s'agirait d'ajuster les taux nippons à des niveaux comparables à ceux des pays développés et d'éviter ainsi que de nouvelles bulles spéculatives, alimentées par un coût de l'argent trop bas, ne se forment à terme.

Au total, un ralentissement sensible de la croissance en 2008

La croissance a été globalement soutenue jusqu'au premier trimestre 2008 (+ 1 % par rapport au quatrième trimestre 2007) ; elle se tassera nettement sur le restant de l'année : les différents chocs, examinés précédemment, pénaliseront la demande interne.

Après plusieurs années de forte progression, l'investissement productif ralentira. Partant d'un niveau élevé, les profits des entreprises se sont contractés depuis le troisième trimestre 2007,

les entreprises ne parvenant pas à répercuter entièrement l'accélération des coûts de production sur les prix finaux et comprimant leurs marges à l'exportation. L'indicateur du moral des chefs d'entreprises est ainsi revenu, en juin 2008, à son plus bas niveau depuis plus de quatre ans, d'après l'enquête *Tankan* de la BoJ, et la demande de prêts, en particulier des petites entreprises, fléchit alors même que l'accès au financement reste favorable du fait du niveau toujours bas des taux d'intérêt.

La consommation restera faible. Étant confrontés à des pertes de pouvoir d'achat, les ménages ont vu leur confiance tomber à son plus bas niveau depuis quatre ans et demi. Différents éléments jouent. Premièrement, si le taux de chômage s'est replié à 3,9 % en 2007, niveau jamais atteint depuis dix ans, contre 5,4 % au plus haut en 2002, le redressement du marché du travail s'est interrompu depuis août 2007. En juin 2008, le taux de chômage a atteint 4,1 %, l'emploi a légèrement baissé et, depuis décembre 2007, les demandes d'emplois excèdent à nouveau les offres. Le *Tankan* montre cependant que, comme c'est le cas depuis 2006, les entreprises se considéraient encore en sous-effectifs à la mi-2008. Deuxièmement, en 2007, malgré le retour au plein-emploi et la situation financière satisfaisante des entreprises, la progression des salaires nominaux est restée atone (-0,7 % en 2007), alors même que la productivité du travail progressait à un bon rythme et que les ménages faisaient face à la plus forte inflation en plus d'une décennie. La faiblesse persistante des salaires s'explique par des facteurs structurels : une montée de la précarité avec la multiplication des « emplois non réguliers » (CDD, travail à temps partiel, emplois temporaires, intérim), représentant près d'un tiers de l'emploi total contre 20 % en 1990 ; le remplacement des générations du *baby-boom* partant à la retraite par des jeunes moins bien rémunérés ; les réembauches de *seniors* à des salaires bas. De plus, les bonus ont reculé ces dernières années. Enfin, la richesse financière des ménages a baissé. La bourse de Tokyo a chuté (-22 % pour l'indice Nikkei de juillet 2007 à juin 2008), dans le sillage de l'effondrement des marchés actions mondiaux. Et les ménages peuvent difficilement puiser dans leur épargne compte tenu de son niveau déjà faible (taux d'épargne de 3,1 % du revenu disponible brut en 2007).

Un contexte économique et politique peu favorable à la consolidation des finances publiques

Le Japon reste caractérisé par une dette publique extraordinairement élevée, la plus importante des pays de l'OCDE (dette brute de 170 % du PIB en 2007) dont le poids continue de s'accroître. Cependant, des progrès significatifs dans la consolidation budgétaire ont été réalisés, le déficit public ayant été ramené de 8,2 % du PIB en 2002 à 3 % environ (hors mesures exceptionnelles) en 2007, grâce à une forte contraction des investissements publics et à une croissance économique relativement dynamique.

En 2008-2009, le ralentissement de la croissance, qui générera de moindres recettes fiscales, conjugué à la montée de la charge d'intérêts – engagée en 2006 lors de la sortie de la politique de taux zéro et qui s'accroîtra dès la reprise du processus de hausses des taux – va rendre plus difficile l'assainissement des finances publiques. De plus, le contexte politique actuel est peu propice aux mesures d'assainissement budgétaire. Yasuo Fukuda, qui a succédé au poste de Premier ministre à Shinzo Abe en septembre 2007, fait face à une opposition conduite par le Parti démocrate du Japon (PDJ), qui contrôle la Chambre haute du Parlement depuis juillet 2007. Par ailleurs, les élections de la Chambre basse, contrôlée par le Parti libéral démocrate (PLD), auront lieu en septembre 2009, au plus tard.

La consolidation des finances publiques se révèle pourtant de plus en plus urgente compte tenu des pressions exercées sur les dépenses sociales par le vieillissement de la population, le plus avancé au monde. D'après le gouvernement, la population active se contracterait de près de 37 % d'ici 2050. En 2025, le Japon comptera seulement deux actifs pour un retraité ; en 2050, ce ratio sera de un pour un. De plus, la baisse de la population active constituera un frein majeur à la croissance japonaise à moyen-long terme. Au total, sans nouvelles réformes structurelles, l'objectif gouvernemental d'un excédent budgétaire primaire (hors paiements des intérêts de la dette) pour les administrations centrale et locales d'ici l'année fiscale 2011, qui mettrait fin à l'augmentation du ratio d'endettement, sera extrêmement difficile à atteindre.