



Lettre économique et financière Japon-Corée



16 décembre 2009

Les indicateurs économiques clés à suivre au Japon en 2010

Quelle croissance en 2010 ?

Les prévisions de croissance pour l'année calendaire 2010 au Japon varient entre +1,4% (consensus des économistes), +1,7% (FMI) et +1,8% (OCDE). L'amélioration sera donc sensible par rapport à 2009 (-5,7% pour le consensus, -5,4% pour le FMI et -5,3% pour l'OCDE), sans toutefois combler le retard. La croissance de 2010 sera largement encore dopée par les cinq plans de relance budgétaires mis en place cette année, ainsi que par la politique accommodante de la Banque du Japon. Au delà de 2010, deux questions vont se poser: comment assurer la durabilité de la reprise et la soutenabilité des finances publiques ? On peut espérer que la reprise des exportations fournira le relais de croissance attendu et que l'épargne japonaise continuera à s'investir largement en Japan Government Bonds.

Vers une reprise des exportations françaises au Japon ?

Du fait de la forte récession japonaise en 2009, les exportations françaises ont globalement reculé de 17% dans l'archipel au cours des 10 premiers mois. Elles devraient normalement reprendre leur croissance en 2010, sans retrouver néanmoins leur niveau de 2008. Dans ce contexte difficile, très peu d'exportations françaises ont progressé en

2009, à l'exception de la pharmacie, des eaux minérales, des produits laitiers et fromages et des aliments pour animaux de compagnie...

Les sociétés françaises se positionnant sur les créneaux de consommation de masse au Japon (qui sont loin d'être la majorité), peuvent aussi profiter de la relance du pouvoir d'achat des ménages privilégiée par les plans gouvernementaux. Le tournant écologique pris par le nouveau Premier Ministre japonais peut aussi créer de nouvelles opportunités dès 2010, comme par exemple les subventions prévues pour le double vitrage dans le cinquième plan de relance. Les équipementiers automobiles français qui fournissent les fabricants japonais de véhicules économes en énergie peuvent tirer parti par ailleurs des mesures de relance en place depuis 2009 et qui vont être reconduites.

Le yen restera-t-il à son niveau actuel par rapport à l'euro ?

L'appréciation du yen depuis la crise a été une bonne nouvelle pour la compétitivité des exportations françaises au Japon, mais va-t-elle durer ? Tout dépendra essentiellement du phénomène du "carry trade", c'est à dire de la spéculation massive des marchés financiers qui consiste à jouer les différentiels de taux d'intérêt sur les devises. Avant la crise, le yen était la monnaie d'emprunt du carry trade, du



fait des faibles taux relatifs japonais, et avait donc tendance à baisser. Aujourd'hui, c'est plutôt le dollar qui a pris la place du yen et qui est donc sur une tendance baissière, entraînant la monnaie chinoise dans sa pente. À terme, du fait de la déflation japonaise, les taux d'intérêt seront sans doute plus élevés aux États-Unis et en Europe qu'au Japon et le yen pourrait donc reprendre sa baisse relative, en redevenant la monnaie d'emprunt favorite du carry trade. Il est néanmoins très difficile et même aventureux de faire des prévisions à moyen terme en matière de changes !

Le Japon va-t-il s'installer dans la déflation ?

Il est peu probable que la baisse des prix observée au Japon en 2009 devienne permanente, car la récession devrait progressivement s'effacer. En revanche, la nouvelle attirance du consommateur japonais pour des produits moins chers est en train de devenir structurelle et l'offre française n'en a pas encore entièrement tiré parti. Il y a sans doute en effet de la place au Japon pour de nouvelles marques françaises proposant des produits de gamme moyenne mais de qualité,

comme on le voit avec le succès de Zara, de H&M ou de Uniqlo.

La volonté du nouveau gouvernement japonais d'entretenir une relation plus égalitaire avec les États-Unis va-t-elle favoriser l'Europe et la France ?

2010 sera sans doute une année test pour l'Europe au Japon. Nous avons une carte à jouer qui n'existait pas avant l'arrivée des démocrates au pouvoir. Si la relation avec les États-Unis se banalise un peu, si le Japon dans son ensemble est vraiment prêt à chercher de nouvelles références et de nouveaux partenariats, alors nous devrions mieux nous placer sur de nombreux dossiers de coopération industrielle et technologique, de même que sur les grands contrats. Un nouvel espace devrait pouvoir se créer aussi pour la négociation économique Europe-Japon que beaucoup appellent de leurs vœux. Une chose est certaine néanmoins: les bénéfices à attendre de la nouvelle approche japonaise n'arriveront pas de manière spontanée, il faudra aller les chercher. À cet égard, la relation politique France-Japon sera déterminante en 2010.

Cent premiers jours un peu hésitants du gouvernement Hatoyama au plan économique, malgré une prise de conscience des défis à relever

Le gouvernement Hatoyama s'est fait élire sur des idées économiques assez saines : remise en cause de l'automatisme de la dépense publique, accent mis sur la demande intérieure dans un pays trop dépendant de l'exportation, traitement du problème du déclin démographique, amélioration de la couverture sociale en période de crise, approche volontariste du changement climatique... La mise en route de ce programme a néanmoins été assez hésitan-

te avec des erreurs de communication et des contradictions sanctionnées par les marchés financiers. L'élite dirigeante japonaise, particulièrement conservatrice, résiste au changement et défend ses intérêts. Ce n'est pas l'indécision de M. Hatoyama qui l'inquiète mais plutôt sa détermination. L'opinion publique continue cependant de soutenir les options économiques du gouvernement.

1. Une prise de conscience des défis auxquels le Japon est confronté



On doit mettre à l'actif du gouvernement Hatoyama le fait qu'il ait sorti le Japon de l'immobilisme politique et de la démission traditionnelle des dirigeants élus au profit de la fonction publique. Le premier ministre a remis le politique au premier plan dans ce pays en montrant la direction sur des thèmes économiques forts et négligés jusqu'alors. Un certain nombre de ces orientations, inscrites au programme de campagne du parti démocrate, doivent cependant être confirmées par le vote du budget au mois de mars 2010.

Le gouvernement a ainsi annoncé la mise en œuvre d'une politique familiale visant à ralentir le déclin démographique du Japon. Le gouvernement japonais s'est engagé à introduire des allocations familiales pour les enfants de moins de 16 ans (200 euros par mois), à augmenter les versements ponctuels à la naissance (4 300 euros), et à étendre le financement des études, à la fois dans les établissements publics (gratuité des frais de scolarité) ou privés (bourses de 1 000 à 2 000 euros). Cependant, certains aspects de cette politique (subventions sans condition de ressources, transferts aux ménages au lieu d'investissement public dans les crèches) ont été critiqués comme favorisant plus le pouvoir d'achat des ménages que la démographie.

Plusieurs initiatives ont été lancées pour redéfinir l'orientation des finances publiques,

même si ces initiatives restent parcellaires. Un « comité de revitalisation des finances publiques » très médiatisé a identifié au cours du mois de novembre des projets jugés faiblement productifs. Cependant, les économies réalisées restent limitées à 0,4% du PIB et la démarche n'a pas donné lieu, au-delà d'économies ponctuelles, à une revue générale des dépenses publiques. Le « conseil de la fiscalité » devrait aussi examiner la validité de certaines niches fiscales ou réfléchir à l'instauration d'une taxe environnementale. Enfin, une « commission de politique économique » a été créée pour redéfinir le processus budgétaire et pour préparer la mise en œuvre d'un programme budgétaire pluriannuel.

Le Japon s'est engagé en faveur du changement climatique de manière ambitieuse. Lors du sommet des Nations-Unis sur le changement climatique, le premier ministre japonais, M. Hatoyama, a proposé pour le Japon une réduction des gaz à effet de serre de 25% d'ici 2020 par rapport à leur niveau de 1990 – sous réserve d'un effort concerté avec ses partenaires. Cet engagement n'a pour l'instant pas donné lieu à un objectif chiffré d'aide aux pays en développement. De plus, les mesures proposées dans le programme économique du parti démocrate japonais favorisent, selon le détail, les économies ou la consommation d'énergie.

2. Les cent premiers jours n'ont pas suffi cependant pour clarifier certaines orientations et ont mis en évidence les hésitations du nouveau gouvernement

La communication du nouveau gouvernement a parfois été hésitante, comme l'illustre les nombreuses clarifications qu'a du apporter le ministre des finances, M. Fuji, sur la politique de changes japonaise. Après des déclarations initiales mal interprétées contre un yen faible, le ministère des finances a du se défendre de pousser à une appréciation du yen ou de pouvoir ignorer ses effets sur le secteur exportateur.

La définition de la politique économique a été l'occasion de mettre en évidence des divergences entre le ministère des finances et la Banque du Japon ou au sein de la coalition gouvernementale. Le gouvernement a ainsi fait pression sur la Banque du Japon pour poursuivre des mesures monétaires d'assouplissement non conventionnelles, alors que celle-ci avait déjà amorcé une politique de sortie de crise. Du côté des finances



publiques, le gouvernement s'est engagé à poursuivre l'effort de relance. Cependant, la redéfinition du programme de relance du précédent gouvernement a donné lieu à des retards dans la mise en œuvre de certaines dépenses. La discussion d'un cinquième plan de relance a aussi exposé les divisions au sein de la majorité sur les montants souhaités de dépenses publiques.

Une autre incertitude majeure concerne la politique en faveur du secteur financier, confié à un ministre spécifique, chargé de la poste et de la supervision financière. Après la nomination surprise à ce poste de M. Kamei, qui visait un autre portefeuille ministériel, celui-ci s'est très tôt distingué par deux projets d'inspiration populiste, l'un portant sur la remise en cause de la privatisation de Japan Post et l'autre sur l'instauration d'un moratoire de paiements en faveur des petites et moyennes entreprises. L'incertitude sur le maintien à son poste de M. Kamei au-delà d'un an et sur ses motivations réelles (négociation d'un sujet contre l'autre, considérations d'affichage électorale) a nourri les spéculations. Au final, un effort en matière de suivi des prêts accordés aux entreprises en difficulté a été demandé aux banques, le président de la holding de Japan Post a été remplacé, et le processus de privatisation, censé donner lieu à une introduction en bourse en 2010-11, a été suspendu.

Les incertitudes sur les directions de politique économique ont été pénalisées par les marchés financiers. La bourse japonaise a perdu près de 5% depuis l'élection du nouveau gouvernement contre une amélioration de 5% environ pour les principaux pays du G7. Ce déclin relatif reflète aussi les augmentations massives de capital de nature à diluer l'actionnariat (autour de 1% du PIB sur un an à comparer à une capitalisation boursière de 2/3 du PIB). L'incertitude sur la stratégie de consolidation des finances publiques a aussi conduit à une augmentation des taux sur la dette japonaise.

* * *

Les problèmes de jeunesse du gouvernement Hatoyama, qui reste populaire dans l'opinion, sont sans doute à mettre au compte du rodage bien compréhensible d'une nouvelle équipe dans un pays qui n'a pratiquement pas connu d'alternance pendant un demi-siècle. Cette alternance est saine, y compris pour nos intérêts économiques, car la volonté du Japon d'entretenir des relations plus égalitaires avec les Etats-Unis nous ouvre de nouvelles perspectives. Certaines orientations économiques doivent encore être clarifiées, notamment au cours du débat parlementaire pour le budget de l'année fiscale 2010/11.

Le manque de vigueur de la croissance japonaise oblige le gouvernement à préparer un cinquième plan de relance

1. Forte révision à la baisse de la croissance du troisième trimestre

La bonne surprise de la mi-novembre (annonce d'une croissance de 1,2% au troisième trimestre 2009, soit 4,8% en rythme annualisé) vient d'être contredite par l'actualisation du 9 décembre. La croissance du PIB du troisième trimestre 2009 a en effet été révisée à la baisse à +0,3% (+1,3% en rythme annualisé). Elle est ainsi en ralentissement par rapport à

la croissance de 0,7% au deuxième trimestre. Le Japon avait connu auparavant quatre trimestres consécutifs de croissance négative entre le deuxième trimestre 2008 et le premier trimestre 2009, avec une contraction cumulée de 8,6%.

* * *



La demande domestique contribue pour -0,1 point à la croissance du PIB, contre +0,8 point selon la première estimation.

La formation de capital privé a subi une forte révision, de -0,3% à -3,2%. L'investissement des entreprises enregistre ainsi un sixième trimestre consécutif de baisse, à -2,8% (+1,6% prévu précédemment) et a contribué pour -0,4 point (+0,2 point précédemment) à la croissance.

La contribution des stocks est aussi revue à la baisse, de 0,4 point à 0,1 point. Dans une moindre mesure, le recul de l'investissement public s'accélère également par rapport à la première estimation, passant de -1,2% à -1,6%, mais sa contribution à la croissance du PIB reste identique, autour de -0,1 point.

Par contraste, la consommation des ménages, qui compte pour 57% de la formation du PIB, a été revue à la hausse : elle a augmenté de 1%, soit 0,3 point de plus que les prévisions de novembre, et a contribué pour 0,6 point à la croissance du PIB, soit 0,2 point de plus, sous l'effet de la mise en œuvre depuis avril des plans massifs de relance gouvernementaux (détaxes et subventions pour l'acquisition de produits électroménagers ou de véhicules automobiles plus économes en énergie...).

La demande extérieure reste inchangée, avec une contribution à la croissance de 0,4 point.

Les exportations, qui constituaient ces dernières années le principal moteur de l'économie japonaise avant l'effondrement des échanges commerciaux jusqu'au premier trimestre 2009, ont contribué à hauteur de 0,9 point. Elles ont de nouveau augmenté, de 6,5% (+0,1 point par rapport aux prévisions de novembre) de juillet à septembre 2009 en glissement trimestriel grâce au dynamisme de la croissance en Asie, destination qui représente plus de la moitié des exportations japonaises. Les importations, en hausse pour la première fois en trois trimestres (+3,3% ; -0,1 point par rapport aux précédentes prévisions), ont contribué pour -0,5 point à la croissance du PIB.

La croissance de 2008 ayant été également revue à la baisse, de -0,7% à -1,2%, l'acquis de croissance pour 2009 s'établit toujours à -5,4%.

* * *

Les chiffres de croissance du troisième trimestre, plus faibles que les anticipations révisées des analystes, confirment les dernières déclarations des autorités japonaises sur la fragilité de la reprise. Ils justifient aussi l'annonce officielle d'un cinquième plan de relance.

2. Cinquième plan de relance budgétaire au Japon

L'alternance politique a entraîné une remise en cause partielle du plan de relance précédent insuffisamment axé sur le social et la consommation intérieure d'après les démocrates. Les nouvelles dépenses du gouvernement central prévues début 2010 s'élèveront à 7 200 Mds de yens (55 Mds d'euros, ou 1,5% du PIB). Près de la moitié devrait prendre la forme de transferts aux collectivités locales, l'autre moitié consistant en soutien aux entreprises et en extension des mesures pour l'emploi et la consommation. Le montant total non consolidé des plans de relance japonais annoncés depuis août 2008 s'élève ainsi à 31 300 Mds de

yens (240 Mds d'euros, ou 6% du PIB). Ce cinquième plan s'inscrit dans un contexte déflationniste, d'appréciation du yen et de risque de détérioration de la crise en cas de retrait programmé de certaines mesures de relance jusqu'alors efficaces.

* * *

1. Injection supplémentaire du gouvernement central de 1,5% du PIB

Le deuxième projet de loi de finances rectificative de l'année budgétaire 2009



devrait être détaillé fin décembre et présenté au Parlement en janvier 2010 pour une application prévue avant la fin de l'année budgétaire en mars 2010. La priorité du gouvernement est d'étendre et de renforcer des mesures déjà existantes afin d'éviter une nouvelle détérioration de la conjoncture économique.

- **Soutien aux collectivités locales (3 500 Mds de yens, 26 Mds d'euros, ou 0,7% du PIB)**

Environ 500 Mds de yens (0,1% du PIB) seront alloués pour les travaux publics tandis que 3 000 Mds de yens (0,6% du PIB) serviront à renflouer les caisses des collectivités locales dont les recettes fiscales se sont fortement réduites en raison de la crise.

- **Soutien financier aux entreprises et aux particuliers (1 700 Mds de yens, 13 Mds d'euros, ou 0,4 % du PIB)**

Les entreprises japonaises restent fragilisées par la crise malgré la baisse des faillites. Les objectifs du volet consacré aux entreprises, d'un montant de 1 200 Mds de yens, sont au nombre de trois :

- ✓ faciliter l'accès au crédit des PME ;
- ✓ continuer à soutenir les emprunts des grandes entreprises à travers la *Development Bank of Japan (DBJ)* ;
- ✓ soutenir les filiales à l'étranger à travers la *Japan Bank for International Cooperation (JBIC)*.

Les entreprises bénéficieront par ailleurs de 17 200 Mds de yens (3,6% du PIB) sous forme de mesures dites « financières » (garantie de prêts...) qui ne conduisent pas à de la dépense publique.

- **Relance de la consommation et environnement (800 Mds de yens, 6 Mds d'euros, ou 0,2 % du PIB)**

Le système *Ecopoints* devrait être étendu au-delà de son terme initial de mars 2010 à fin décembre. Il permet d'obtenir, après l'acquisition d'un téléviseur à écran plat, d'un réfrigé-

rateur ou d'un climatiseur dit « plus économe en énergie », des points permettant l'achat de nouveaux produits autres qu'électroménagers (trajets gratuits en train, bons d'achat...). Cette mesure a été efficace dans la relance de l'industrie électronique. Le système *Ecopoints* devrait également bénéficier à une nouvelle gamme de produits liés au logement « vert » (double vitrage notamment, ce qui avantagera Saint Gobain bien placé sur ce secteur).

La détaxe à l'achat d'un véhicule automobile « léger » (moins de 660 cc) et la prime à la casse, qui devaient s'achever en mars 2010, devraient également être prolongées jusqu'à fin septembre et continuer à compléter un ensemble d'aides financières en faveur des particuliers à l'achat d'un véhicule plus économe en énergie. Depuis leur mise en œuvre en mars et avril 2009, les ventes domestiques de véhicules pour particuliers ont vu leur baisse ralentir progressivement avant d'enregistrer en septembre 2009 leur deuxième mois consécutif de hausse, à +4%.

- **Santé (800 Mds de yens, 6 Mds d'euros, ou 0,2% du PIB)**

Le gouvernement souhaite réduire les frais médicaux à la charge des personnes âgées. La part des personnes âgées dans le financement de la sécurité sociale a augmenté ces dernières années, ce qui a donné lieu à la création d'une catégorie spécifique pour l'assurance maladie en 2008, celle des plus de 75 ans, avec une hausse des cotisations et une moindre prise en charge des frais médicaux. Une partie de ces dépenses pourrait aussi servir à accroître la capacité du pays à produire davantage de vaccins contre la grippe A.

- **Emploi (600 Mds de yens, 5 Mds d'euros, ou 0,1% du PIB)**

Le gouvernement veut assouplir à nouveau les conditions d'éligibilité au dispositif public de chômage technique. Ce mécanisme prévoit une prise en charge partielle par l'Etat des salaires des employés au chômage technique (à hauteur de 90% pour les PME et 75% pour



les grandes entreprises). A fin octobre 2009, 2,5 millions de salariés, soit 3,7% de la population active, bénéficiaient de ce dispositif. Selon *Nomura Global Economics*, cette aide publique contribue à réduire le taux de chômage de 0,8 point (à 5,1% contre 5,9% hors correction). Des subventions sont aussi prévues afin de recruter du personnel dans les agences publiques pour l'emploi et dans les universités.

2. Nouvelle détérioration des finances publiques

Estimé fin novembre à 0,6% du PIB, le montant du plan de relance a pratiquement triplé après une semaine de débats, à 1,5% du PIB, notamment sous la pression de M. Kamei, ministre en charge services financiers et des affaires postales et président du Nouveau parti du peuple (parti de coalition), de tendance populiste. Le premier ministre.

Près de la moitié du financement du plan de relance sera cependant assurée par une émission supplémentaire de dette. Environ 3 000 Mds de yens (0,6% du PIB) devront être financés par une nouvelle émission de *Japanese government bonds*. Le financement des 4 000 Mds restants (0,8% du PIB) sera assuré

pour les trois quarts par le gel partiel du dernier plan de relance Aso décidé au moment de l'arrivée au pouvoir du Parti démocrate, et pour le quart restant par un excédent budgétaire dû au paiement des intérêts de la dette inférieur aux prévisions initiales.

Le ministre des finances M. Fujii évoque la possibilité d'une émission supplémentaire totale de 9 300 Mds de yens (1,9% du PIB), afin de couvrir également la baisse des recettes fiscales du budget de l'Etat. Le déficit primaire devrait être proche de 8% du PIB. Le déficit courant devrait quant à lui s'élever à près de 10% du PIB.

* * *

L'annonce d'un nouveau plan de relance s'inscrit dans un contexte où la révision des chiffres de croissance du troisième trimestre illustre la fragilité de la reprise. Cependant, les conditions d'élaboration du nouveau plan de relance, avec un gonflement brusque en raison de dissensions au sein de la coalition gouvernementale, suscitent l'inquiétude. Même si le Japon arrive à éviter une rechute de la croissance l'année prochaine, la question de la soutenabilité des finances publiques se pose de façon plus aigüe.

Changement climatique, les mesures adoptées par la Corée avant Copenhague

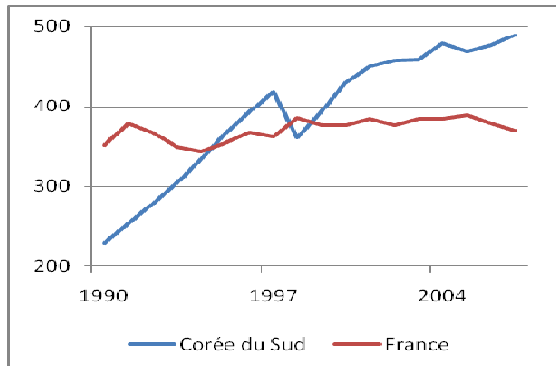
La Corée a annoncé le 17 novembre 2009 un plan de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre de -4% par rapport à 2005 à l'horizon 2020. Il s'agit d'une simple stabilisation des émissions coréennes alors que la Corée est le 9^e pollueur mondial (6^e au sein de l'OCDE), la 15^e économie, et bénéficie d'un niveau de développement humain proche de celui des économies occidentales (IDH supérieur à 0,9), et d'un chemin de croissance de l'ordre de 4% par an sur les quinze prochaines années.

* * *

La Corée est le pays de l'OCDE qui a connu la plus forte croissance de ses émissions ces dernières années.

Entre 1990 et 2007 le gaz carbonique émis par la Corée a plus que doublé (+113,1%), contre une moyenne de +17,4% pour les pays de l'OCDE. Si ce rythme de croissance des émissions de CO₂ a fortement ralenti ces dernières années, il reste toutefois élevé (+2,6% en 2007) et largement au-dessus de la moyenne des pays de l'OCDE (+1,1% en 2007).

Emissions de CO₂ (Mt) - 1990-2007



Source : OCDE, AIE.

Comme pour la majorité des pays de l'OCDE, une décomposition sectorielle montre que la principale origine des émissions de gaz carbonique est la production d'électricité et de chaleur (44,8%), en hausse de presque 50% entre 2000 et 2007, soit un des plus forts taux de croissance des pays de l'OCDE. L'industrie et le secteur des transports (essentiellement routier) sont responsables d'environ 18% des émissions de CO₂ chacun, tandis que le secteur résidentiel compte pour moins de 7% des émissions. Rapporté à la population, les transports émettent quasiment autant de CO₂ en Corée qu'en France (respectivement 1,8 et 2 tonnes par habitant). Le secteur résidentiel paraît lui légèrement plus performant avec respectivement 0,67 et 0,88 tonne par habitant.

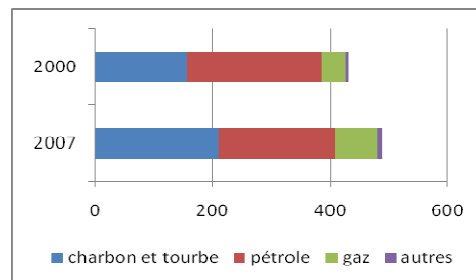
Un secteur industriel très gourmand en énergie et une utilisation massive du charbon

La Corée a l'une des intensités énergétiques les plus élevées des pays de l'OCDE : 0,69 kg de CO₂ par dollar, contre 0,25 kg par dollar pour la France. Un chemin de croissance polluant qui reflète le poids de l'industrie dans l'économie coréenne (presque 40% du PIB). Ce secteur consomme en effet le plus d'énergie en Corée (58% de la consommation finale énergétique, contre 22,5% en France), et dont sa demande croît à un rythme considérable (+7,3% en 2007). Les secteurs résidentiel et transport sont à l'opposé beaucoup moins consommateurs d'énergie qu'en France : res-

pectivement 35,9 et 37,1 Mtep pour la Corée contre 67,6 et 50,9 Mtep pour la France.

Par ailleurs, la Corée dépend excessivement du charbon, deux fois plus polluant que le gaz naturel, qui est la première énergie utilisée dans la production d'électricité (37,8% en 2006). La part du charbon dans le « mix » énergétique est en augmentation constante, et atteint en 2007 25,2% de la consommation primaire énergétique. Le charbon est responsable de 42,9% des émissions de CO₂ en Corée, en hausse de 34% entre 2000 et 2007 (contre -11% pour la France sur la même période). A contrario, l'utilisation des énergies renouvelables est pour le moment dérisoire et ne représente que 2% de la consommation énergétique totale en 2007.

Emissions de CO₂ (Mt) par type de combustible en Corée



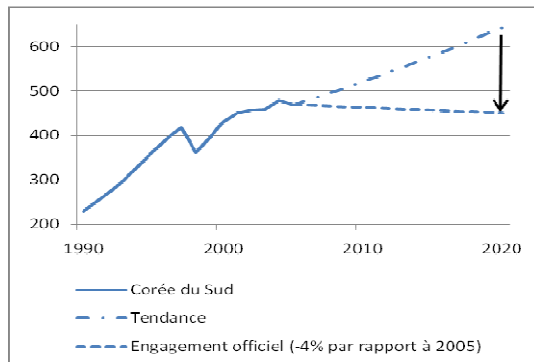
Source : AIE.

Un plan de réduction des émissions de gaz à effet de serre de -4% par rapport à 2005 à l'horizon 2020

La Corée est classée avec les pays en développement dans le Protocole de Kyoto et ne fait par conséquent pas face à une obligation de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre. Toutefois, avec un PIB par habitant proche de 20 000 dollars par habitant en 2008, la Corée pouvait difficilement faire l'impasse d'un plan de réduction de ses émissions polluantes. Trois scénarios ont par conséquent été étudiés par le gouvernement, qui a annoncé sans surprendre mardi 17 novembre avoir choisi le plus contraignant, c'est-à-dire une réduction de 4% par rapport à 2005, soit un taux de croissance annuel

moyen de -0,63% entre 2007 et 2020, contre +2,1% pour le scénario de référence (*business as usual*).

Emissions de CO₂ (Mt) en Corée : tendance et objectif de réduction



Source des données : OCDE, AIE.

Le plan du gouvernement a reçu le soutien de la Fédération des industries coréennes (*Federation of Korean Industries*, FKI, regroupement des plus grandes entreprises coréennes), qui a annoncé le lancement d'une campagne pour réduire les émissions du secteur industriel. Les mesures de soutien gouvernemental et les objectifs de réduction assignés à chaque secteur seront dévoilés début 2010.

La volatilité des flux de capitaux est un sujet de préoccupation en Corée

La balance des paiements coréens a fait montre de grande volatilité au cours des 18 derniers mois.

La balance des paiements de la Corée témoigne d'une grande volatilité au cours des 18 derniers mois (cf. tableau ci-dessous). On notera en particulier :

- La très forte amélioration du solde courant, légèrement négatif en 2008, et qui devrait faire ressortir un excédent de l'ordre de 5% du PIB en 2009. La baisse du prix du pétrole en est le facteur principal ;

- Le retrait massif des fonds engagés en Corée sous forme de dette à court terme (33 Mds USD en quelques mois) au plus fort de la crise. Les flux se sont stabilisés depuis ;

- L'arrivée massive des investissements étrangers depuis le mois de mars, sur la bourse de Séoul et sur le marché obligataire (bons du trésor et bons de stérilisation de la banque centrale). Plus de 35 Mds USD, soit plus de 4,5% du PIB sont entrés (en net) de la sorte depuis le début 2009. Selon le régula-

teur, la bourse de Séoul concentre 2/3 des entrées nettes de capitaux depuis janvier ;

- A contrario, les flux d'IDE restent stables, et jouent un rôle limité dans l'équilibre de la balance des paiements. Pour mémoire, les IDE entrants représentent des flux d'un peu plus de 10 Mds USD par an seulement.

Balance des paiements coréenne (Mds USD)

	Période avant crise T2 – T3 2008	Pic de la crise T4 2008 – T1 2009	Sortie de crise T2 – T3 2009
Solde courant	-8,7	+ 16,1	+ 23,6
IDE	-5,2	-1,8	-1,5
Inv. de portefeuille	-6,4	+ 4,5	+ 36,7
Dette court terme	+ 6,8	-32,6	-9,9
Réserves de change	-18,6	- 25,0	+ 43,4

Source : BOK. Calculs : SE.

L'origine et la destination des mouvements de capitaux restent incertaines, faute de statis-



tiques précises, ou à tout le moins publiques. Il est cependant clair que des phénomènes de « carry trade » sont de nouveau à l'œuvre.

Ces mouvements de capitaux violents ont eu des effets directs sur les indicateurs financiers externes du pays.

Le won est depuis la mi 2008 une des devises les plus volatiles d'Asie et de l'OCDE, et ce dans les deux sens. Les sorties massives de capitaux de la fin de l'année 2008 ont fait perdre au won jusqu'à 36% de sa valeur face au dollar. A l'inverse, le jeu conjugué de l'amélioration du compte et des investissements étrangers en portefeuille se traduit par une appréciation de 35% de la devise coréenne face au dollar depuis la mi-mars.

Les marchés financiers sont tout aussi sensibles à la volatilité des capitaux. Les investisseurs étrangers ont eu une influence dominante sur l'évolution de l'indice boursier coréen au cours des derniers mois. Cela explique pour une large part la progression très forte de l'indice KOSPI (+57%) depuis le 1^{er} mars. L'impact des capitaux étrangers sur les taux semble par contre moins prononcé.

Les autorités coréennes ont réagi à l'afflux de capitaux par une augmentation rapide des réserves de change, qui n'est pas sans effets négatifs.

L'afflux de capitaux étrangers perceptible depuis le printemps a amené les autorités coréennes à accroître rapidement leurs réserves de change. Celles-ci sont passées de 200 mds USD à la fin 2008 à 264 Mds USD à la fin octobre.

Selon les éléments dont nous disposons, l'augmentation des réserves (64 Mds USD) serait explicable pour un tiers par la réévaluation en dollars des actifs libellés en euros et en yens, et pour les deux tiers, c'est-à-dire 40 Mds USD, par une politique active de stérilisation. L'encours des bons de stérilisation (MSB) émis par la banque centrale a ainsi cru de 120 Mds USD à 160 Mds USD depuis le début de l'année.

Au total, et en considérant que 70 Mds USD sont entrés en Corée depuis le début de l'année au titre du solde courant, des IDE et des investissements de portefeuille, on peut estimer que la Banque de Corée a cherché à stériliser un peu plus de la moitié des flux, et ce pour trois raisons :

- pour tenter de restreindre un peu l'évolution du won (sans trop y croire ; la banque de Corée a renoncé à ce stade à des interventions importantes sur le marché des changes) ;

- pour maîtriser les conséquences sur l'évolution de la masse monétaire. A titre d'illustration, la masse monétaire, mesuré par l'agrégat M2, a augmenté de 75 Mds USD depuis le début de l'année : les entrées de capitaux étrangers ont donc un volume significatif suffisant pour provoquer des effets inflationnistes ;

- pour reconstituer les réserves de change à un niveau jugé suffisamment supérieur à celui de la dette extérieure court terme (un peu moins de 200 Mds USD).

Les autorités coréennes, et les analystes économiques sont unanimes ici pour estimer que le pays n'a pas d'autre choix en matière de politique économique. La Corée doit en tout état de cause se constituer un niveau de réserves très élevé, compte tenu de deux facteurs :

- Le pays est un des plus vulnérables en Asie, dans la mesure où le compte de capital est largement ouvert, les marchés financiers profonds et liquides et le régime de change flottant. C'est donc un des pays de la région les plus attractifs en termes de spéculation. Cela explique que les mouvements de capitaux soient potentiellement plus violents qu'ailleurs ;

- La Corée estime être dans l'impossibilité, au plan politique, de recourir au FMI, y-compris pour une facilité « automatique » comme la FCL, du fait de l'expérience traumatisante de 1997.



Pour autant, le coût de cette politique apparaît avec de plus en plus de netteté. Selon la Banque de Corée, le « coût quasi-fiscal » de la constitution des réserves (intérêts dus au titres des bons de stérilisation – rendement des actifs des réserves) s'élèverait actuellement à près de 1% du PIB.

Par ailleurs, la politique de stérilisation, en ce qu'elle suppose l'émission par la banque centrale de titres d'emprunts, contribue aussi à attirer les capitaux étrangers : les investisseurs étrangers souscrivent aujourd'hui massivement aux MSB de la banque centrale.

De même, dans un tel contexte, l'augmentation du taux directeur est un exercice délicat, puisqu'il est susceptible d'accroître l'attractivité des placements obligataires coréens, et donc les flux de capitaux, réduisant d'autant l'efficacité de la politique monétaire.

La Corée mettra la question de la stabilisation des flux de capitaux au rang de ses priorités lors de sa présidence du G20 en 2010.

La question de la stabilisation des flux de capitaux vers et en provenance des pays émergents figurera au premier rang des priorités de la présidence coréenne du G20. Pour Séoul, il est tout aussi prioritaire d'apporter une réponse au problème du risque de retraits massifs de capitaux que d'éviter les flux spéculatifs. L'enjeu est de permettre aux pays émergents ouverts de

bénéficier d'un taux de change relativement stable, et de ne plus avoir à constituer des réserves de change pléthoriques. Séoul devrait appeler à la constitution d'un groupe de travail spécifique sur la question au début 2010.

En termes pratiques, les autorités coréennes restent à ce stade prudentes sur les initiatives qui pourraient être prises. Les idées suivantes ressortent toutefois :

- Les mesures de contrôle des capitaux sont généralement peu efficaces et n'ont, au mieux, que des effets temporaires ;
- Il est indispensable de renforcer la coordination internationale pour assurer la liquidité en devises des pays émergents. Cela peut passer par la création d'un mécanisme international d'assurance, ou par le renforcement des mécanismes de swaps, de type Chiang Mai. Séoul ne se prononce pas sur les questions de gouvernance et de conditionnalité de tels mécanismes ;

La régulation macro-prudentielle des grandes banques internationales doit aussi être renforcée. Séoul suit avec attention les débats sur « *Too Big To Fail* », et marque à ce stade de l'intérêt pour les idées de collègues de régulateurs transnationaux, de contra-cyclicité des exigences de capitaux propres et d'obligations pour les banques de constituer des succursales dans les pays où elles opèrent.

Copyright

Tous droits de reproduction réservés, sauf autorisation expresse des Services économiques.

Contact : tokyo@dgtpe.fr / seoul@dgtpe.fr

Clause de non-responsabilité

Les Services économiques s'efforcent de diffuser des informations exactes et à jour, et corrigera, dans la mesure du possible, les erreurs qui lui seront signalées. Toutefois, elle ne peut en aucun cas être tenue responsable de l'utilisation et de l'interprétation de l'information contenue dans cette lettre.



Rédacteurs en chef :

Louis-Michel Morris
Chef du Service économique régional
Service économique régional de Tokyo
Ambassade de France au Japon
Adresse : 4-11-44, Minami-Azabu, Minato-ku,
106-8514, TOKYO, JAPON

Antoine Chéry
Chef du Service économique
Service économique de Séoul
Ambassade de France en Corée
Adresse : Samheung Bldg. 8th Fl., 705-9,
Yeoksam-dong, Gangnam-gu,
135-711, SEOUL, CORÉE DU SUD

Date de parution : 16 décembre 2009