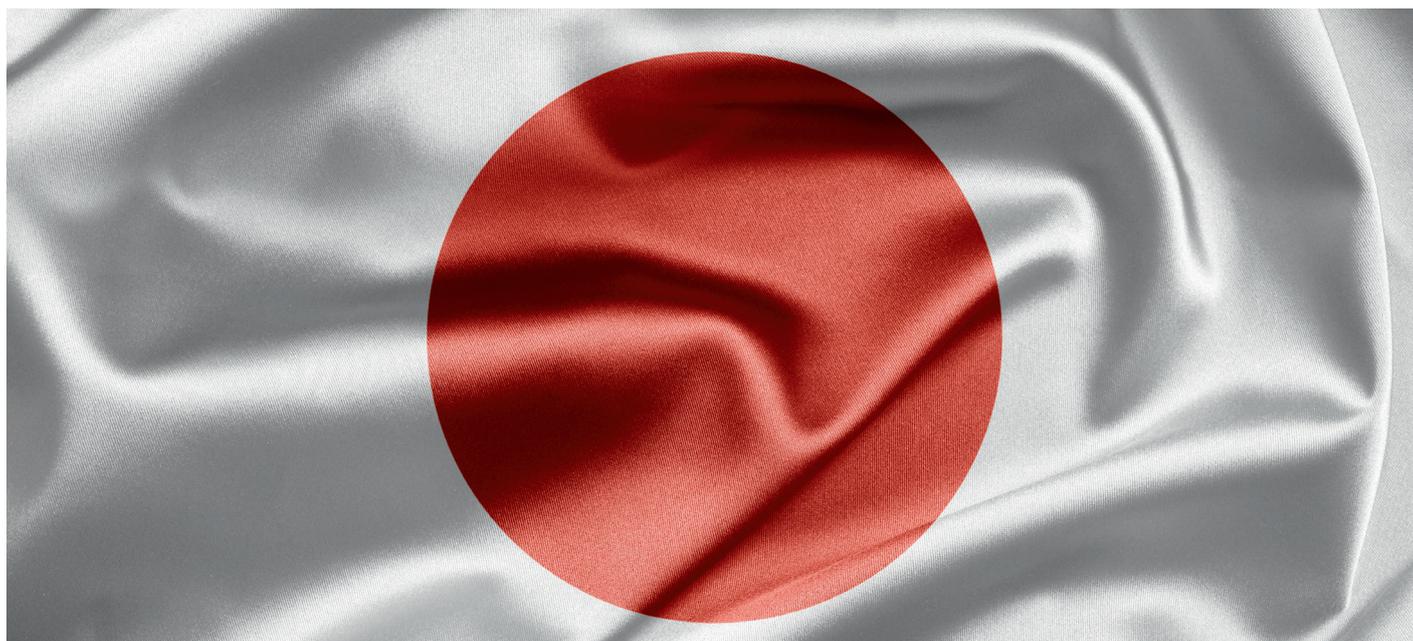

DÉCRYPTAGE

Novembre 2017



Philippe Uzan

DIRECTEUR DES GESTIONS
EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT

LE JAPON EST-IL L'AVENIR DE L'EUROPE ?

Presque trois décennies après la plus grande bulle immobilière subie par un pays développé, le Japon apparaît comme la référence en matière de crise chronique. Les données économiques récentes semblent toutefois s'écarter de cette perception. Le Japon amorce-t-il la sortie de sa longue période de stagnation et de déflation ou bien est-il condamné à la perpétuation de cette situation ?

Cette interrogation ne concerne pas que le Japon. Au moment de la crise de la zone euro, l'exemple du Japon et de sa 'décennie perdue' a conduit les observateurs à établir beaucoup de parallèles avec l'Europe. Déflation latente, stagnation ou croissance faible, vieillissement, endettement, taux d'intérêt chroniquement faibles ont semblé dessiner un avenir commun, en contraste avec le redressement des Etats-Unis et les succès économiques de la Chine.

Des points communs existent entre l'Europe et le Japon et, cinq ans après le pic de la crise financière en zone euro, les Européens peuvent se demander si le Japon n'est pas la préfiguration de leur propre avenir.

Il faut attendre la menace directe d'une crise bancaire majeure pour que les autorités décident d'agir

» QU'EST-CE QUE LA CRISE JAPONAISE ?

Longtemps cité en exemple, le Japon est entré courant 1989 dans une période de grandes difficultés financières et économiques. Après quatre années de politique monétaire accommodante destinée à lutter contre la hausse du

yen (la devise a doublé contre le dollar entre 1985 et 1988), la Banque du Japon (BoJ) a décidé de porter son taux d'escompte de 2,5% en avril 1989 à 6,5% en août 1990. Alarmée par les proportions de la spéculation immobilière, la banque centrale a décidé d'y mettre un terme. Sans précédent par son ampleur, le phénomène a été tout autant

le fait des entreprises que celui des particuliers, une échelle qui explique le degré de la crise et le montant des pertes bancaires qui en résulteront. La correction brutale des excès a ajouté ses effets à l'épuisement de la dynamique de croissance et aux conséquences de la hausse de la devise japonaise.

La correction immobilière a agi comme un révélateur et un accélérateur des difficultés du pays, masquées jusqu'alors par une prospérité fondée sur l'endettement. Le retour à la réalité a été d'autant plus brutal que les autorités se sont montrées incapables de prendre la mesure de la situation réelle et de réagir efficacement. Certes, le taux directeur de la BoJ repart à la baisse

dès 1991 et continue à refluer même après 1994, à l'inverse des politiques conduites par le G7. Mais le système financier extrêmement fragilisé n'a plus la capacité à tirer parti de la baisse du prix du crédit.

Ce n'est que devant les premières faillites que les autorités ont commencé à réagir avec énergie, nationalisant en 1998, soit près de 10 ans après le pic de la bulle, LTCB et NCB, deux institutions spécialisées. Il faut attendre 2003 et la menace directe d'une crise bancaire majeure pour que les autorités décident d'agir en se donnant les moyens juridiques d'une vraie solution. Elles procèdent alors à une nouvelle nationalisation, concernant Resona, une banque commerciale importante. C'est le début de l'assainissement des bilans bancaires, grâce à des mécanismes de défaisance des créances douteuses.

Le caractère tardif de l'assainissement l'a rendu d'autant plus coûteux. Au plus fort de la crise, le montant des créances douteuses a été estimé à 15% du PIB de l'époque, soit une faillite technique du système bancaire.

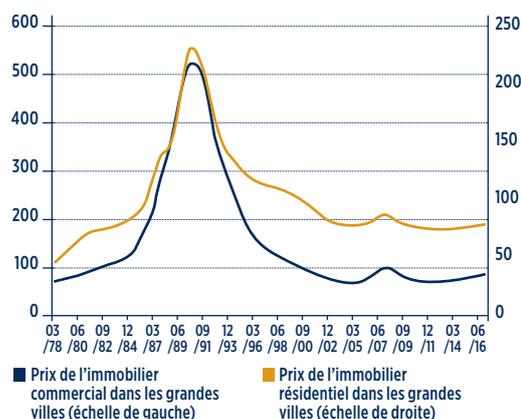
» AUX SOURCES DE LA 'DÉFLATION' JAPONAISE

La vulnérabilité et la paralysie du système bancaire n'étaient que le reflet de l'endettement excessif de l'ensemble du secteur privé. C'est la principale source d'une déflation des prix immobiliers qui a duré bien au-delà de la crise bancaire elle-même.

Parallèlement à la crise bancaire, le Japon a dû affronter l'ajustement durable et profond de la structure de ses coûts. La forte hausse de la devise japonaise entre 1985 et 1989 n'a pas été le seul facteur. Malgré son image d'alors, le Japon était un

pays archaïque dans son organisation interne, faisant preuve d'une grande rigidité. Longtemps préservés par de multiples ententes entre les entreprises et par l'absence de concurrence étrangère, les coûts dans la distribution (et les services en général) ont dû progressivement s'aligner sur ceux des autres pays. Cette compression des prix des

LA BULLE IMMOBILIÈRE JAPONAISE



Source : Bloomberg

services, les effets déflationnistes de la hausse du yen, la concurrence étrangère ont pesé sur la tendance des prix au moment où ceux des actifs fonciers et immobiliers reculaient.

Cette politique d'ajustement des coûts a été conduite par une nouvelle génération d'entreprises (Fast Retailing/Uniqlo constitue l'un des meilleurs exemples du phénomène) qui ont profité des anomalies, des rentes de situation qu'elles ont su attaquer avec profit. A l'échelon des indices de prix, cette concurrence nouvelle s'est traduite par une pression constante sur les prix, aidée par des importations en provenance de Chine et d'autres pays émergents.

La véritable et profonde déflation japonaise a été celle du prix des actifs fonciers et immobiliers entre 1991 et l'essentiel des années 2000, après plus qu'un doublement des prix entre 1987 et 1991. Quant aux prix de détail, les reculs des indices ont été modestes, en dehors de la période 2000-2004, au cours de laquelle une vraie baisse a eu lieu. En d'autres termes, le Japon a subi, avant d'autres mais pour des raisons qui lui sont propres, une période de très faible inflation plutôt qu'une déflation durable du prix des biens et des services.

► LES ASPECTS STRUCTURELS DE LA CRISE JAPONAISE

Le modèle classique des entreprises japonaises, celui du groupe industriel, le *keiretsu*, centré sur une institution bancaire, a été remis en question. Plus encore, le modèle de gouvernance a montré ses limites à de nombreuses reprises. De plus, comme dans les autres pays développés, l'automatisation des tâches, l'informatisation ont pesé sur les salaires. Les entreprises japonaises se sont rapprochées des normes internationales mais elles ont encore des progrès à faire. Trop souvent, elles ajustent trop lentement leur modèle économique s'il s'avère inadapté ou dépassé.

Si le coût de la crise financière et des difficultés qui ont suivi a été élevé en termes de croissance et de comportement des prix, l'évolution démographique du Japon est venue aggraver une situation déjà difficile. La baisse de la fécondité a impacté non seulement la part de la population active mais également depuis quelques années la population totale. La croissance en est affectée tout autant que les comptes sociaux et les comptes publics.

► DES PERSPECTIVES NOUVELLES ?

Les qualités du modèle japonais n'ont pas disparu. Les exemples de dynamisme sont nombreux et beaucoup d'entreprises japonaises ont su s'adapter aux conditions nouvelles, à l'apparition d'acteurs et de marchés nouveaux. Leurs

atouts industriels demeurent intacts, l'innovation reste forte, les entreprises ont prospéré en s'internationalisant et en opérant une diversification géographique à travers des acquisitions à l'étranger. Dans l'ensemble, elles ont retrouvé solidité financière et rentabilité.

Les désastres naturels (Kobé en 1995, Fukushima en 2011) ont représenté des chocs sévères mais aussi une incitation à se réinventer. Dans le dernier cas, l'arrêt de la production d'électricité nucléaire (elle a repris depuis) s'est traduit par une forte augmentation des importations de gaz naturel et un déséquilibre marqué de la balance commerciale. Celle-ci est en voie de redressement (excédent en juin dernier). Après avoir subi le contrecoup du ralentissement du monde émergent, le Japon bénéficie de son redémarrage.

Les résultats économiques des derniers trimestres apportent un éclairage nouveau. L'économie japonaise a connu six trimestres consécutifs de croissance, une première depuis vingt ans. L'un des aspects les plus prometteurs est celui de la reprise de l'investissement des entreprises. Les entreprises japonaises ont continué à se développer à l'étranger en termes de capacité (dans les pays émergents notamment) mais l'investissement au Japon même stagnait. Son rythme s'est récemment accéléré, un facteur positif

Un des aspects les plus prometteurs est celui de la reprise de l'investissement des entreprises

Le vieillissement de la population japonaise est le plus rapide au monde et le déclin démographique y est déjà une réalité

pour la croissance du pays mais aussi une preuve de la confiance retrouvée après de nombreuses années marquées par un esprit avant tout défensif, voire de repli.

► LES 'ABENOMICS'

Faut-il conclure que la politique défendue par Shinzo Abe, premier ministre depuis

cinq ans, et qui le 22 octobre, vient de remporter un troisième succès électoral, est une réussite ? En réalité, la politique de réforme annoncée a été plutôt timide et son cours a été incertain sinon incohérent (hausse de la TVA en 2014). Shinzo Abe s'est révélé habile mais, si le

Japon a changé, il le doit plus aux entreprises qu'aux initiatives de son gouvernement en matière de changements structurels. L'action gouvernementale a surtout consisté à soutenir l'activité par la dépense publique.

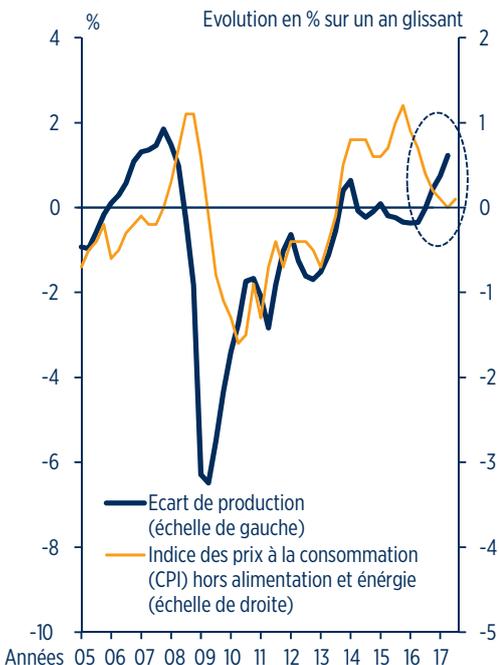
Des trois aspects des 'Abenomics', la politique monétaire a été le plus déterminant. Les autorités monétaires avaient fait preuve de détermination à partir de 1999 en poursuivant une politique monétaire non-conventionnelle, également destinée à empêcher toute hausse du yen. La Banque du Japon a accentué ses efforts à partir de 2015, achetant l'équivalent de 700 milliards de dollars annuels. Bien qu'elles aient été quelque peu erratiques, les décisions et l'action de la Banque du Japon ont été décisives au cours des derniers trimestres. La banque centrale détient ainsi 44% de la dette publique japonaise.

► VERS UNE SORTIE OFFICIELLE DE LA DÉFLATION

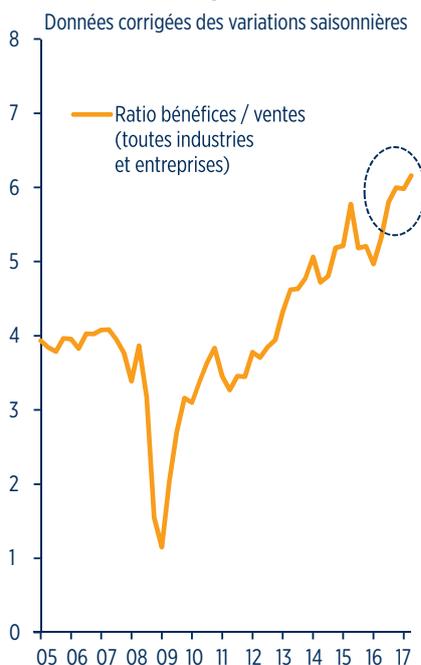
L'indice des prix à la consommation (CPI) en glissement annuel a été positif depuis l'automne 2013 à l'exception d'un bref épisode (deuxième et troisième trimestre 2016). Pour pouvoir déclarer officiellement la sortie de la déflation, le retour à

ÉCONOMIE JAPONAISE

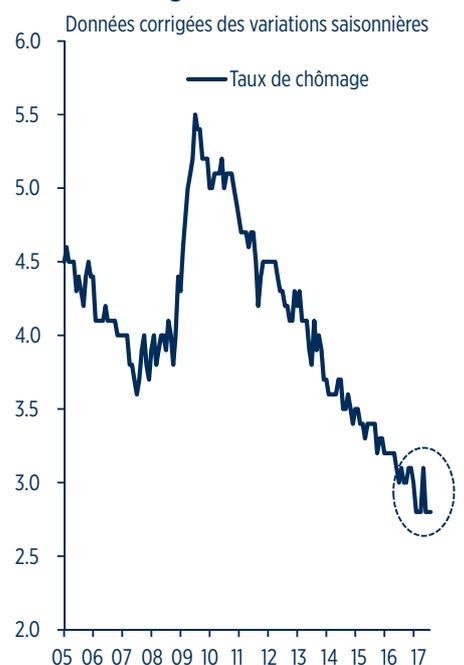
Ecart de production et prix



Bénéfices des entreprises



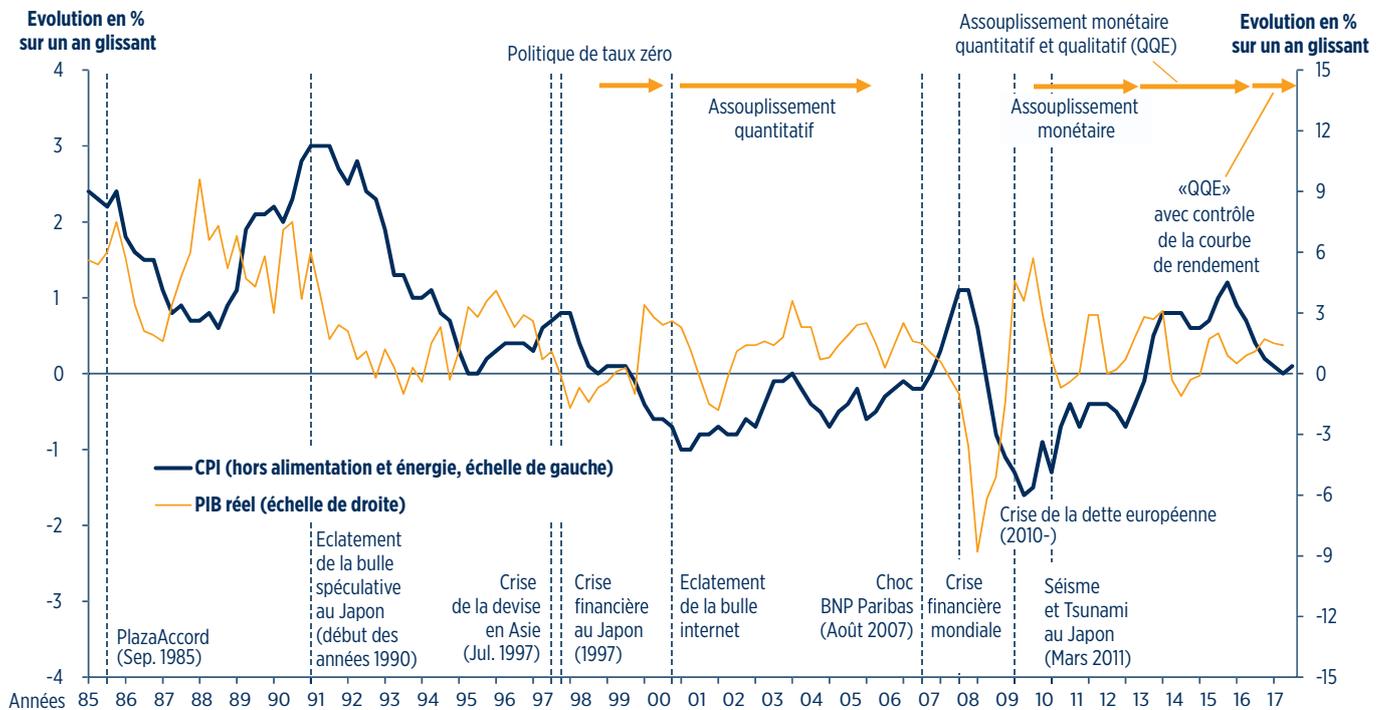
Taux de chômage



L'écart de production est basé sur les estimations de la BoJ. Le CPI est ajusté en fonction de l'évolution des taux de taxation de la consommation. Le chiffre du 3^{ème} trimestre 2017 est la moyenne sur juillet et août. Les bénéfices des entreprises sont basées sur «Financial Statements Statistics of Corporations by Industry, Quarterly». Hors «finance et assurance».

Sources : Banque du Japon, Ministère des Affaires Intérieures et des Communications ; Ministère des Finances.

ÉCONOMIE JAPONAISE ET POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE DU JAPON



Source : Ministère des Affaires Intérieures et des Communications du Japon.

cette situation doit pouvoir être écarté. Dès 2006, les autorités japonaises ont identifié une batterie de quatre indicateurs : en sus du CPI et du déflateur du PIB sur un an, la variation annuelle du coût unitaire du travail et l'écart de production (*output gap*). Depuis 1995 et jusqu'à l'été 2017, il n'y a eu aucun trimestre au cours duquel les trois premiers indicateurs en glissement annuel et l'*output gap* ont été simultanément positifs!

Le CPI en glissement annuel est positif depuis le quatrième trimestre 2016. La croissance constatée est de nouveau supérieure à la croissance potentielle depuis trois trimestres et l'*output gap* est donc également en territoire positif selon la BoJ. D'après l'OCDE, l'indice du coût unitaire du travail est également en croissance annuelle depuis 2015 (avec une exception au premier trimestre de cette année).

Seul le déflateur du PIB restait négatif au deuxième trimestre 2017. Compte tenu de la forte hausse des prix à l'importation et de leur faible transmission vers le CPI, cet indicateur reste à la traîne. Il pourrait néanmoins passer dès la prochaine publication en hausse annuelle et, si ce n'était pas le cas, progresser très certainement d'ici début 2018 compte tenu des effets de base.

Le cabinet Abe n'est donc qu'à quelques mois, voire quelques semaines, de pouvoir proclamer la sortie de la déflation. Pour autant, la Banque du Japon n'en a pas fini avec un taux d'inflation qui reste en net retrait sur l'objectif fixé à 2% annuels. Pour tous les tenants de la courbe de Philips qui relie taux de chômage et variation des salaires, le Japon demeure en partie une énigme. En effet, le ratio offres d'emplois/demandeurs d'emploi a atteint son plus haut niveau sur 43 ans (1.49). Le taux de chômage est tombé à 2,8% en juillet. Toutefois, les difficultés de recrutement n'ont pas encore entraîné de tensions généralisées sur les salaires. La proportion encore forte d'employés « à vie » dans la même entreprise limite les augmentations tant que l'inflation reste contenue, et le taux de participation des seniors et des femmes (traditionnellement faible) permet tant bien que mal de répondre à la demande de travail.

» UNE EUROPE JAPONAISE ?

La crise européenne a emprunté un cours très différent de celui de la crise japonaise. Les faiblesses inhérentes à une zone monétaire hétérogène se sont ajoutées aux vulnérabilités spécifiques à chaque pays (correction immobilière, faible productivité, finances publiques). Un élément central est commun, celui de la fragilité des banques, due à l'accumulation des créances douteuses au moment de la crise financière de 2007-2008, aggravée par la crise souveraine de la zone euro.

Collectivement, l'Europe bancaire (banques et régulateurs) a connu les hésitations du Japon mais les Etats et les institutions de l'Union européenne (UE) et de la zone euro ont été beaucoup plus rapides pour réagir, fût-ce dans l'improvisation quelquefois, que les autorités japonaises.

La crise telle que l'a connue le Japon a pu être évitée grâce à la politique monétaire non-conventionnelle de la BCE (achats d'actifs obligataires et baisse des taux) et aux mesures prises concernant la liquidité bancaire depuis la fin de 2012. Malgré la complexité d'une gestion collective, l'Europe a pu mettre en place de nouveaux dispositifs (création de l'Union bancaire, encore incomplète, et mécanisme de résolution) et se doter d'un régulateur européen (Mécanisme de supervision unique - MSU).

Le rythme très modéré de la hausse des prix de détail dans l'UE est préoccupant mais les craintes d'une vraie déflation n'ont plus cours. Certains pays d'Europe ont connu une baisse du prix des actifs

immobiliers sans que les prix des biens et services aient en pratique connu de recul à moyen terme. L'indice des prix de détail de la zone euro était en progression de 1,5% (1,1% hors énergie et alimentation) sur un an au mois de septembre. Le retour de la confiance des entreprises et des consommateurs dans l'UE est résumé par un indicateur synthétique de confiance économique au plus haut depuis 10 ans. Par leur caractère longtemps restrictif, les politiques budgétaires européennes ont été très différentes de l'approche japonaise, essentiellement stimulatrice. Elles sont désormais moins orthodoxes, ce qui renforce le potentiel de croissance. Les pays qui ont été les plus lents à redémarrer (France, Italie) rattrapent les pays précurseurs.

» LE CHEMIN SOLITAIRE DU JAPON

Le vieillissement de la population japonaise est le plus rapide au monde et le déclin démographique y est déjà une réalité. La population recule de plus de 200.000 personnes par an et l'ONU prévoit une baisse de 15% d'ici 2050. Le refus japonais de l'immigration contraste avec une attitude européenne souvent réticente mais plus ouverte. L'orientation actuelle du gouvernement ne semble pas devoir changer une réalité de nature largement culturelle.

Malgré la stabilisation de son poids relatif (plus de 230% du PIB en données brutes), la dette publique japonaise reste une question ouverte. Régulièrement, les analystes ont prédit une crise imminente mais la baisse des taux nominaux et les achats des banques et de la banque centrale ont déjoué ces prévisions. Le pays peut-il pour autant continuer à accumuler des déficits publics (4,2% en 2017) ? Ironiquement, la réussite de la Banque du Japon en matière

d'inflation engendrerait des problèmes sur la dette publique. Elle a opté jusqu'à nouvel ordre pour le maintien à zéro des taux à dix ans pour protéger les détenteurs. Si les autres banques centrales (Fed puis BCE) parvenaient à normaliser leur politique monétaire, le yen pourrait jouer le rôle de variable d'ajustement d'une situation devenant intenable.

**La crise telle
que l'a connue
le Japon a pu
être évitée grâce
à la politique
monétaire non-
conventionnelle
de la BCE**

JAPON-EUROPE : UN PARALLÈLE PLUS APPARENT QUE RÉEL

Globalement, la situation économique européenne apparaît meilleure que celle du Japon. Si les points communs ne manquent pas, les différences sont profondes.

Le vieillissement démographique est l'un des principaux points communs mais, comparé au Japon, le phénomène est plus lent en Europe (Allemagne : projection d'une baisse de 3% d'ici 2050, France : +9%). La rigidité du marché du travail est également supérieure au Japon où les réformes de «flexisécurité» se font encore attendre.

Collectivement, les entreprises européennes ont su affronter la situation dans des délais bien plus courts que leurs homologues japonaises. Les restructurations ont été menées plus rapidement et les remises en cause stratégiques ont été plus profondes. Le résultat est que le PIB par heure travaillée au Japon (\$45) est nettement plus faible qu'en France, en Allemagne et aux Etats-Unis (entre \$60 et 70).

Autre point commun, les dettes publiques restent une préoccupation en Europe. Elles représentent 89,2% du PIB en agrégé pour la zone euro (83,5% pour l'UE) mais la situation est très hétérogène (68% en Allemagne et 125% pour le Portugal). En se détournant de l'austérité depuis deux ans, les Etats n'ont pas quitté une certaine discipline budgétaire (déficit moyen de la zone euro en 2016, 1,5%). Elle sera aidée par les effets de la reprise sur les recettes fiscales.

Troisième économie mondiale et premier créancier, le Japon a montré à plusieurs reprises une impressionnante capacité à rebondir. Quant à l'Europe, sans faire preuve d'un optimisme excessif au regard de ses problèmes, les prochains mois peuvent se révéler riches en matière d'initiatives de fond. Ce ne sera que le prélude à de difficiles et longues négociations mais, après avoir pénalisé le Vieux continent, les aspects conjoncturels, structurels et institutionnels de l'Europe peuvent offrir une combinaison également riche en potentiel de redressement, d'évolution et d'ouverture, bien loin de la singularité japonaise.

Achévé de rédiger en octobre 2017. Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Principaux risques d'investissement : risque de perte en capital, risque actions, risque de crédit, risque de taux. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. À cet effet, il devra prendre connaissance du document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management (France) ou sur le site www.edram.fr.

Avertissement spécifique pour la Belgique : cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

**EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET
MANAGEMENT (FRANCE)**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire
et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris

Partenariats & Distribution – Tél. +33 (0)1 40 17 23 09
Institutionnels France – Tél. +33 (0)1 40 17 23 44
Développement International – Tél. +33 (0)1 40 17 27 04
www.edram.fr
