

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

9 juillet 2012 - No. 458

Où donc les entreprises japonaises investissent-elles ?

Après l'éclatement des bulles spéculatives au début des années 1990, les entreprises nippones ont été confrontées à plusieurs défis. Avec le nettoyage des bilans au cours de la « décennie perdue », le Japon a subi la déflation pendant plus de dix ans. Le niveau élevé des taux d'intérêt réel qui en a découlé a découragé les investissements dans l'archipel.

Pendant ce temps, les économies émergentes en Asie sont devenues attractives en matière d'investissements. Les sociétés japonaises ont ainsi progressivement privilégié leurs placements à l'étranger au détriment de leur territoire national, pour satisfaire la demande locale.

Les conséquences de ce basculement sont très graves. Face au vieillissement rapide de la population, l'atonie des investissements domestiques pourrait conduire à un abaissement du PIB par habitant.

Le Japon dispose toutefois encore d'un certain potentiel de croissance. La population est bien éduquée et les entreprises investissent dans la R&D. Afin de tirer parti de ces facteurs, la déflation doit être jugulée, de sorte que les sociétés augmentent leurs investissements au Japon.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Kohei IWAHARA

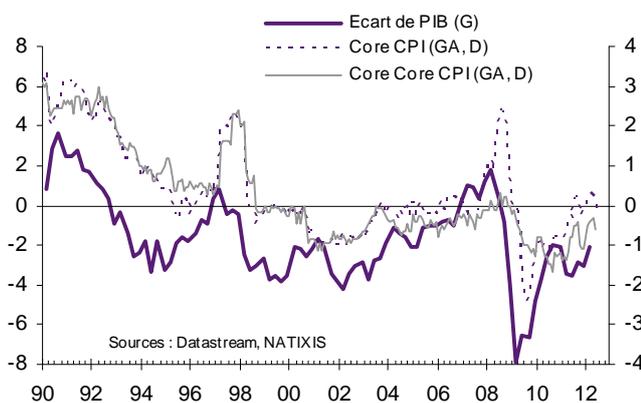
Introduction

Avec le nettoyage des bilans pendant la «décennie perdue », le Japon a subi la déflation pendant plus de dix ans. En conséquence, les taux élevés d'intérêt réels ont découragé les investissements dans l'archipel. En outre, tandis que les entreprises nippones se concentraient sur leur désendettement, les économies émergentes d'Asie devenaient attrayantes en matière d'investissements. De fait, les sociétés japonaises ont progressivement réorienté leurs placements en privilégiant l'étranger pour assurer leur croissance. Face au vieillissement rapide de la population, l'atonie des investissements intérieurs pourrait entraîner une baisse du PIB par habitant. Toutefois, le Japon continue de présenter un certain potentiel avec une population bien éduquée et la R&D des entreprises. Afin de bénéficier de ces facteurs positifs, la déflation doit être jugulée, de sorte que les investissements puissent augmenter au Japon.

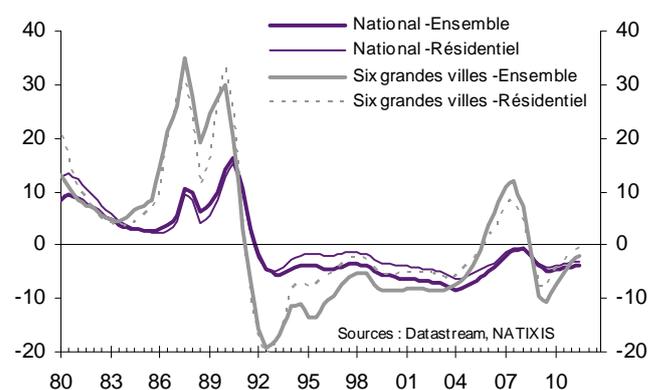
Les défis du désendettement et de la déflation

Depuis l'effondrement des bulles spéculatives au début années 1990, l'écart de PIB a été négatif la plupart du temps (**graphique 1**). La baisse des prix immobiliers, qui avaient monté en flèche dans les années 1980 (**graphique 2**), a été l'une des principales causes de la «décennie perdue» des années 1990. Pendant la bulle, les banques ont encouragé les entreprises et les ménages à contracter des prêts et à investir dans l'immobilier. Après l'éclatement de la bulle, le Japon s'est alors retrouvé avec ce que l'on nomme les « trois excès ». Les entreprises privées ont souffert de leur endettement excessif, de leurs capacités de production et de l'emploi. Les banques se sont retrouvées avec des prêts non-productifs. Après que le ministère des Finances a ordonné une évaluation plus stricte des dossiers de crédit en 1997, les banques ont commencé à resserrer leurs conditions d'octroi de prêts et à rééquilibrer leurs bilans. En conséquence, l'investissement des entreprises et l'emploi se sont affaiblis. Alors que le désendettement était la bonne action à entreprendre au niveau de l'agent économique individuel, il a causé de graves difficultés à l'échelle macro-économique. Ce phénomène est appelé sophisme de composition. Lorsque les entreprises ont enfin assaini leurs bilans au début des années 2000, l'économie japonaise a souffert d'une déflation prolongée.

Graphique 1
Japon : écart de PIB & déflation (%)



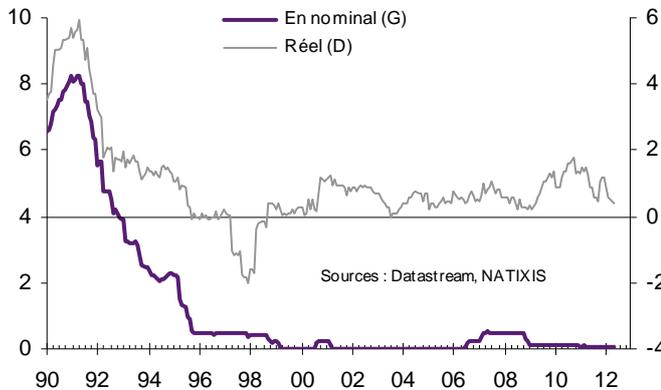
Graphique 2
Japon : prix de l'immobilier (GA, %)



La déflation décourage les investissements

Si la Banque du Japon (BoJ) a bien assoupli sa politique monétaire après l'éclatement de la bulle, cela n'a pas été suffisant pour empêcher la déflation. L'inflation corrigée de ses composantes les plus volatiles (core CPI) avait déjà amorcé sa baisse en 1995, mais la BoJ a attendu jusqu'en 2001 pour mettre en œuvre une politique monétaire non-conventionnelle. Pourtant, la déflation aurait pu être anticipée sinon par les entreprises et par les ménages, au cours de la « décennie perdue ». Au lieu de cela, les taux élevés d'intérêt réels se sont renchérissés, même si le taux d'intérêt cible de la BoJ a été maintenu à proximité de 0,0% (**graphique 3**). Les sociétés ont répondu en limitant les investissements et en contraignant leurs budgets, ce qui a intensifié les pressions déflationnistes. Le cercle vicieux qui s'en est suivi a contribué à accroître les excédents des comptes extérieurs (**graphique 4**). Ainsi, les excédents des comptes courants ont reflété partiellement l'épargne plus abondante des entreprises, ce qui a contribué à financer les déficits publics.

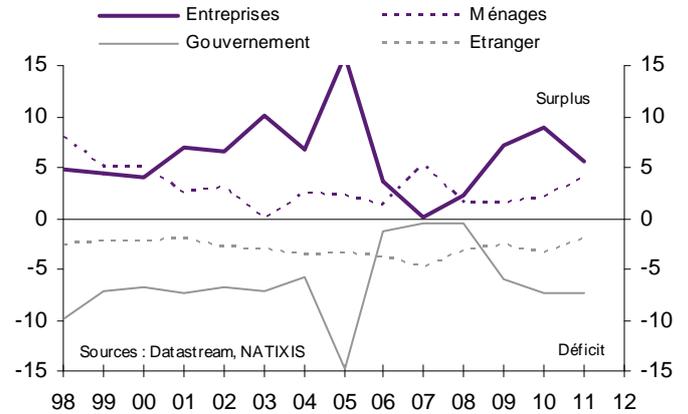
Graphique 3
Japon : taux au jour le jour (%)



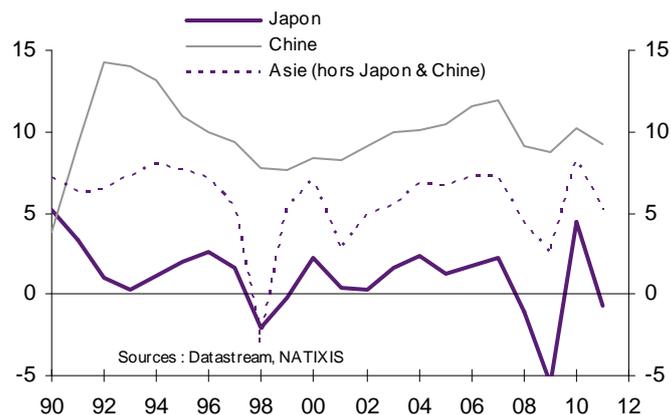
**Modification de
l'environnement
économique**

Au cours de la « décennie perdue », le paysage de l'économie mondiale a radicalement changé. Avant 1990, les entreprises japonaises étaient reconnues pour la vigueur de leur croissance économique. Le pays a réussi la reconstruction de son économie après la guerre. Il est aussi parvenu à se redresser rapidement après les crises pétrolières. Ces réalisations ont été nommées le « miracle japonais ». Aussi, le consensus s'attendait-il à ce que le Japon parvienne finalement à se sortir de la stagnation économique. Cependant, l'économie a continué à se débattre et la réputation de « générateur de forte croissance » est allée aux voisins asiatiques, notamment la Chine (**graphique 5**). Aujourd'hui, le miracle japonais désignerait plutôt le fait d'avoir subi une déflation pendant plus d'une décennie. En outre, des changements dans l'économie mondiale ont aussi eu des répercussions considérables sur le comportement des entreprises au Japon en termes d'investissement.

Graphique 4
Japon : flux de trésorerie (en % du PIB)



Graphique 5
PIB en Asie (GA, %)



**Augmentation de la
production à l'étranger,
signe de vitalité**

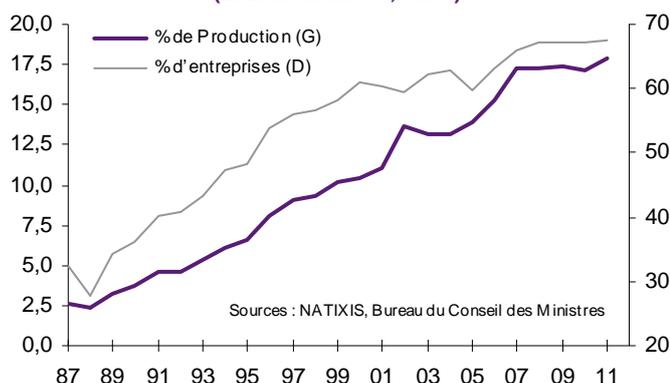
La production à l'étranger a constamment augmenté au cours des dernières décennies (**graphique 6**). Dans les années 1980, cette progression était sans doute le reflet de la vitalité de l'économie nippone. L'accumulation des excédents de la balance courante japonaise a entraîné des frictions commerciales notamment avec les États-Unis, son principal partenaire. Afin d'éviter les différends commerciaux, le gouvernement a décidé de restreindre volontairement les exportations. Par exemple, l'industrie automobile a dû faire face à un plafonnement des exportations vers les États-Unis à 1,68 million d'unités en 1984. Pour contourner cette restriction volontaire, les constructeurs ont réagi par l'expansion de leurs usines de production aux États-Unis. Le Yen japonais s'étant renforcé sur la période, la délocalisation était aussi un moyen de réduire les coûts de production.

Augmentation de la production à l'étranger, signe de fragilité

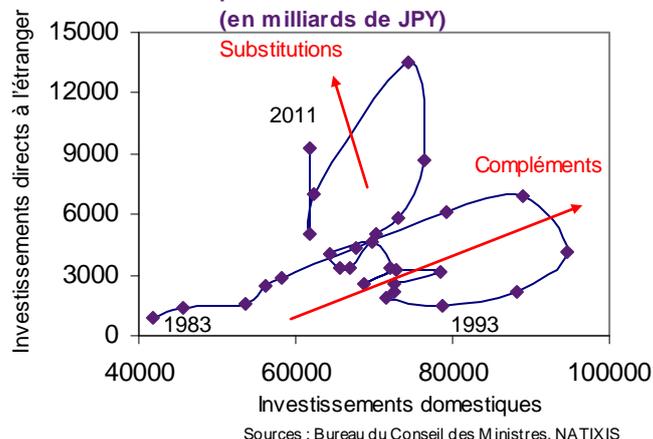
Toutefois, à partir du début des années 1990, une production plus importante à l'étranger est plutôt devenue une réponse à la faiblesse de l'économie japonaise. Face à l'atonie de la conjoncture sur leur territoire d'origine, les sociétés ont d'une part, réduit les investissements domestiques et d'autre part, les entreprises ont accru leurs capacités de production à l'étranger (**graphique 7**). La tendance est devenue de plus en plus affirmée avec le rétablissement des pays voisins après la crise asiatique. De tels comportements suggèrent que les entreprises japonaises sont devenues plus dépendantes des marchés extérieurs et qu'elles implantent leurs usines au plus près des marchés locaux pour mieux répondre à leurs besoins spécifiques. Concernant l'avenir, les incertitudes pesant sur la fourniture d'électricité et l'absence de politique énergétique claire après la suspension des centrales nucléaires encourageront aussi l'expansion des investissements directs à l'étranger.

Pour résumer, les investissements à l'étranger ont changé de nature au cours des dernières décennies. De compléments, ils sont devenus des substituts aux investissements domestiques à mesure que l'environnement économique mondial changeait.

Graphique 6
Japon : production à l'étranger
(Manufacturière, en %)



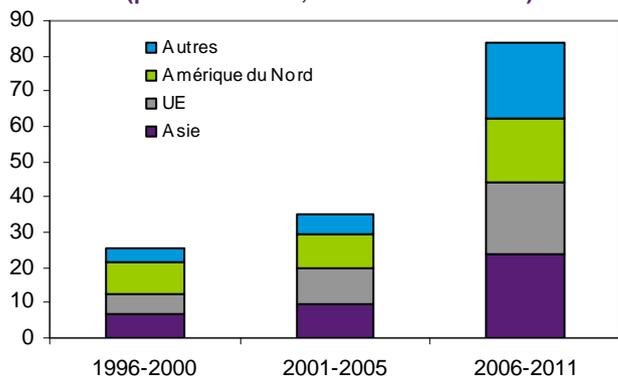
Graphique 7
Japon : investissements
(en milliards de JPY)



Diversification par pays et par secteur

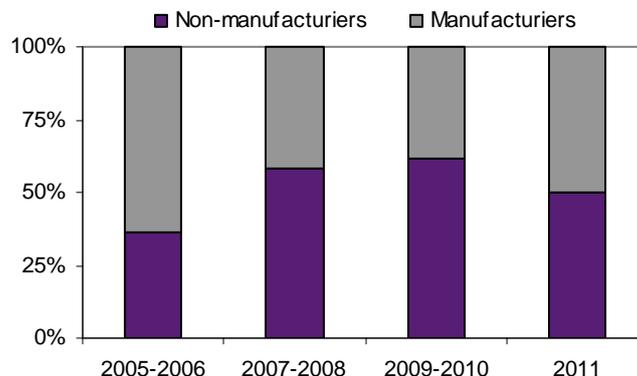
Les détails des investissements à l'étranger ont changé. Tout d'abord, la destination des investissements a été plus diversifiée. Les Etats-Unis qui en concentraient la plus grande part (36,4%) dans les années 90 ont été dépassés par l'Asie (28,3%) au cours des périodes 2006-11 (**graphique 8**). La motivation de ces bouleversements n'est pas seulement de réduire les coûts de production mais aussi de satisfaire la demande au sein d'économies en croissance. Le Japon a également élargi les investissements dans les « autres » régions, dont l'Australie et le Brésil, pour assurer son accès à l'énergie et aux matières premières. Deuxièmement, la part des secteurs non-manufacturiers a augmenté (**graphique 9**). Banques et compagnies d'assurances (16,5%) en représentaient la plus grande proportion en 2011. Les perspectives sur leurs activités domestiques étant contraintes par les taux d'intérêt réels élevés et l'épargne abondante des entreprises, les institutions financières japonaises développent leur business à l'étranger. En outre, la relative faiblesse de leurs pertes lors des crises des subprimes et de la dette européenne leur a conféré un avantage concurrentiel sur les marchés étrangers. Alors que l'exploitation minière concentrait la deuxième plus grande part (14,2%), la distribution avait la troisième avec 10,7% en 2011. Face à la stagnation de la consommation au Japon, les détaillants qui tendaient à se cantonner au marché intérieur ont commencé à mettre l'accent sur les marchés étrangers comme source de croissance.

Graphique 8
Japon : investissements directs à l'étranger
(par destination, en milliards de USD)



Sources : JETRO, NATIXIS

Graphique 9
Japon : investissements directs à l'étranger
(par Secteur, %)

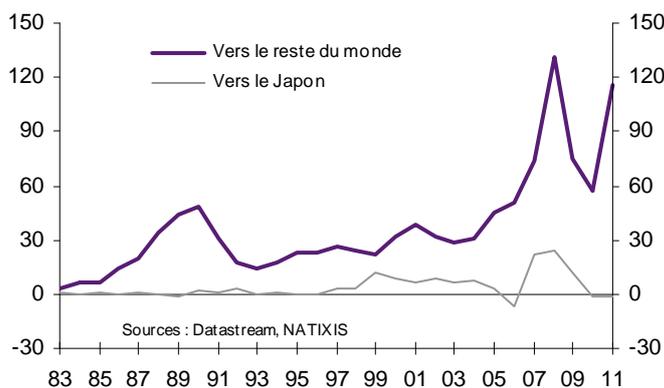


Sources : JETRO, NATIXIS

Réduction des investissements directs au Japon

Les investissements directs au Japon ont été nettement plus réduits que ceux sortant de l'archipel (**graphique 10**). Leur faiblesse a même été frappante dans les années 1980, lorsque l'économie japonaise était en pleine expansion. En théorie, les japonais reconnaissent généralement que les investissements directs au Japon sont importants pour la croissance leur économie. Cependant, dans les faits, ils sont réticents à se faire acheter par des entreprises étrangères. D'autre part, une enquête du METI a révélé en 2008 que les coûts élevés des entreprises étaient la principale raison évoquée par les sociétés étrangères pour retarder leur développement au Japon. En fait, une autre étude réalisée par Mercer en 2012 a montré que Tokyo était la ville la plus chère du monde pour les employés expatriés. La deuxième raison limitant les investissements au Japon était la haute qualité exigée par les clients des services et des produits. En plus de ces facteurs, les tremblements de terre et l'accident nucléaire de Fukushima ont découragé toute velléité d'investissement au Japon. Toutes ces raisons font qu'il paraît difficile d'envisager une hausse des investissements étrangers au Japon, surtout avec une économie aux prises avec la déflation depuis plus d'une décennie.

Graphique 10
Japon : investissements directs à l'étranger
(en milliards de JPY)

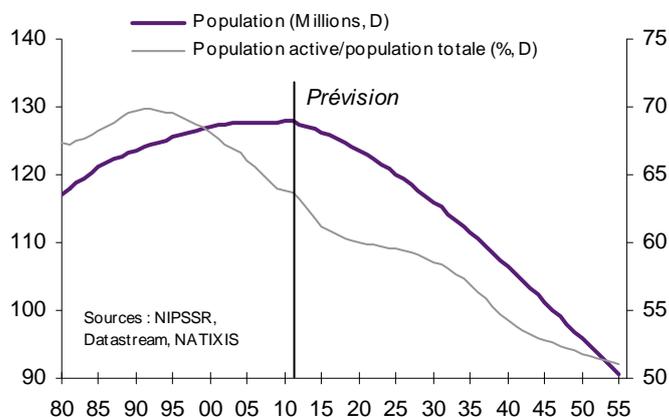


Sources : Datastream, NATIXIS

Baisse du PIB par habitant?

Les implications macroéconomiques sont très préjudiciables avec une possible baisse du PIB par habitant. Comme nous l'avons évoqué, les investissements au Japon devraient être plutôt contenus. Dans le même temps, il est notoire que le taux de vieillissement du Japon est l'un des plus rapides au monde (**graphique 11**). Par conséquent, une solution pour maintenir le PIB par habitant à son niveau actuel est d'augmenter la taille de la population active. Un moyen pour cela consiste à augmenter l'immigration, une tâche qui risque d'être difficile. D'autres options consistent notamment à encourager le retour des femmes sur le marché du travail après leurs congés de maternité et de repousser l'âge de la retraite. Ces changements sont en cours, mais les progrès ont été lents. Une option extrême serait une automatisation à plus large échelle avec, par exemple, l'utilisation de la robotique pour les soins infirmiers. Si la mise au point de robots est envisageable, la rentabilité de l'entreprise qui les développerait est une toute autre question.

Graphique 11
Japon : population



La croissance exige que la déflation soit jugulée

Le Japon continue de présenter un fort potentiel économique. Tout d'abord, en dépit des nombreuses critiques, son éducation est relativement efficace. Les résultats de l'étude PISA de l'OCDE en 2009 ont révélé qu'en la matière, le Japon était « statistiquement significativement supérieur à la moyenne de l'OCDE ». Deuxièmement, les Japonais continuent d'investir en recherche et développement (R&D). Les sociétés augmentent les investissements à l'étranger. Une enquête du METI en 2009 a révélé que 44% d'entre elles ont consacré leurs bénéfices rapatriés à la R&D. Toutefois, pour que ces facteurs portent leurs fruits, les taux d'intérêt réels doivent être abaissés en stoppant la déflation, de sorte que les investissements nationaux puissent augmenter. La plupart des économistes sont probablement d'accord sur ce point. La question reste cependant de savoir comment mettre fin à la déflation qui sévit depuis plus de dix ans.

AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne acceptée d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA