

CONJONCTURE

Novembre 2019 : n°9

Zone euro : un nouveau Japon ?

Le ralentissement de l'activité économique en zone euro et une inflation structurellement basse au regard de son objectif soulèvent des interrogations quant au risque de « japonisation ». Cette situation implique une croissance effective inférieure à son potentiel, des taux d'intérêt très faibles et une inflation en territoire négatif. Au Japon, cette combinaison a largement résulté du dégonflement brutal des bulles boursières et immobilières au début des années 1990. Les causes de la « japonisation » peuvent être diverses. Ainsi, confrontée aux défis du vieillissement de la population et au ralentissement de la productivité, la zone euro devra concentrer ses efforts sur le renforcement de son potentiel de croissance et de sa résistance aux chocs. Les choix de politiques économiques à court et moyen terme seront donc déterminants afin de limiter, autant que possible, le risque de « japonisation ».

Louis Boisset

p.2

L'économie japonaise a eu beaucoup de mal à se relever

p.5

La zone euro souffre mais résiste

p.7

La zone euro doit faire des choix

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES

Eco
CONJONCTURE



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Zone euro: un nouveau Japon?

Louis Boisset

Le ralentissement de l'activité économique en zone euro et une inflation structurellement basse au regard de son objectif soulèvent des interrogations quant au risque de « japonisation ». Cette situation implique une croissance effective inférieure à son potentiel, des taux d'intérêt très faibles et une inflation en territoire négatif. Au Japon, cette combinaison a largement résulté du dégonflement brutal des bulles boursières et immobilières au début des années 1990. Les causes de la « japonisation » peuvent être diverses. Ainsi, confrontée aux défis du vieillissement de la population et au ralentissement de la productivité, la zone euro devra concentrer ses efforts sur le renforcement de son potentiel de croissance et de sa résistance aux chocs. Les choix de politiques économiques à court et moyen terme seront donc déterminants afin de limiter, autant que possible, le risque de « japonisation ».

Le syndrome japonais (ou « japonisation ») peut se définir comme la combinaison des trois phénomènes économiques suivants¹ : un taux de croissance effectif réel inférieur au taux de croissance potentiel ($g < g^*$), un taux d'intérêt directeur principal nul en termes nominaux, un taux d'intérêt naturel² réel inférieur à zéro, et un taux d'inflation négatif (déflation).

La zone euro s'orienterait-elle vers un tel scénario ? De plus en plus débattue, la question de la « japonisation » de la zone euro prend aujourd'hui une ampleur toute particulière compte tenu du ralentissement économique en cours - qui pourrait s'accroître - et des pressions inflationnistes faibles malgré un degré significatif d'accommodation monétaire. Plus globalement, la zone euro a connu une dynamique économique heurtée depuis sa création et semble durablement s'installer, depuis la crise de 2008, dans un régime de croissance plus faible. Un phénomène similaire peut d'ailleurs être observé dans d'autres pays développés. De son côté, l'histoire économique japonaise depuis la libéralisation financière des années 1980 a été marquée par plusieurs chocs majeurs : l'éclatement des bulles immobilières et de crédit au début des années 1990, dont l'économie a eu beaucoup de mal à se remettre, la crise asiatique quelques années plus tard et la grande crise financière de 2008-2009.

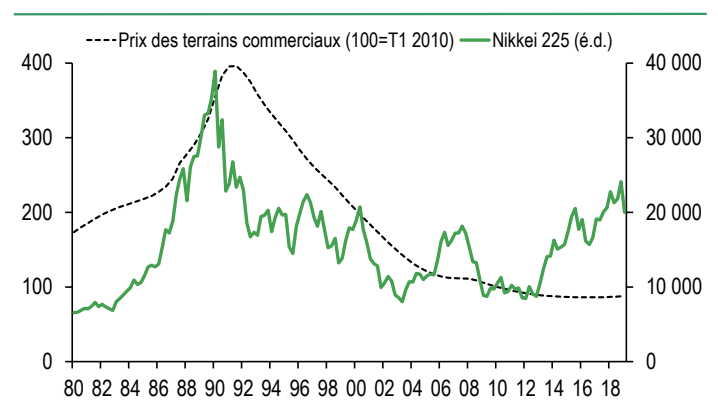
Comment l'économie japonaise est-elle restée durablement dans une situation de faible croissance, de taux officiels particulièrement bas et d'inflation faible voire négative ? La zone euro souffre-t-elle aujourd'hui des mêmes faiblesses macroéconomiques ? Cet article se penche sur ces questions et tente de dresser le profil macroéconomique de la zone euro. Un accent est mis sur les similitudes et différences avec l'économie japonaise.

L'économie japonaise a eu beaucoup de mal à se relever

La libéralisation financière au Japon des années 1980 et l'assouplissement global de la politique monétaire ont favorisé la baisse des taux sur les marchés obligataires et, plus généralement, une

détente significative des conditions de financement. Le fort degré d'assouplissement monétaire a soutenu la dynamique du crédit, dont l'encours³ au Japon atteignait plus de 210% du PIB nominal en 1990, contre environ 140% au début des années 1980. Le crédit atteint alors des niveaux de croissance particulièrement élevés (+15%, en glissement annuel, à la fin des années 1980).

Dégonflement des bulles boursières et immobilières



Graphique 1

Source : Japan Real Estate Institute, Datastream

Ces dynamiques ont été favorables à l'acquisition d'actifs boursiers et immobiliers, provoquant leur appréciation (graphique 1). Ainsi, la capitalisation boursière japonaise des entreprises cotées est multipliée par 4 au cours de la décennie 1980, atteignant environ 140% du PIB à l'orée des années 1990. La hausse de la valeur des collatéraux tend à augmenter la solvabilité des emprunteurs, qui apparaît sans risque, soutenant à leur tour la dynamique du crédit bancaire. Dans le même temps, les acteurs du système bancaire font face à un environnement plus concurrentiel et mènent une politique d'offre de crédit plus agressive, orientée vers les secteurs immobiliers et financiers, favorisant ainsi la valorisation de ces actifs⁴.

Au cours de la décennie 1980, la croissance économique a nettement bénéficié de ces conditions de financement favorables. En termes réels, elle a été particulièrement robuste, atteignant en moyenne +4,5% sur la

¹ T. Ito, *Japanization : Is it endemic or epidemic ?*, NBER, February 2016

² Le taux d'intérêt naturel correspond au niveau du taux d'intérêt réel qui permet de maintenir l'inflation stable tout en ayant un PIB effectif à son niveau potentiel (l'écart de production est nul) en l'absence de chocs transitoires.

³ Nous faisons référence ici aux crédits totaux à destination du secteur privé non financier.

⁴ E. Douville-Feer et al., *La crise japonaise, ou comment un pays riche s'enlise dans la déflation*, CEPII, 2002

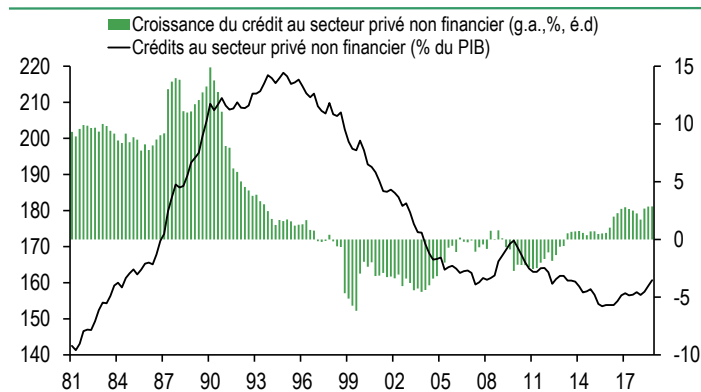


période. Le PIB par tête japonais a également progressé vigoureusement à plus de 4% en moyenne sur cette période.

À la fin des années 1980, face à l'apparition de pressions inflationnistes un mouvement généralisé de hausses des taux d'intérêt s'enclenche dans les pays avancés. Ces mouvements contribuent au retournement des marchés d'actifs. L'économie japonaise subit alors un dégonflement brutal des bulles immobilières et sur le marché actions, la capitalisation boursière s'effondre pour atteindre moins de 60% du PIB en 1992. En outre, la croissance du crédit baisse très fortement au début des années 1990 (graphique 2) pour atteindre moins de 1% en g.a. à la fin de l'année 1996, et restera durablement affaiblie. Le crédit baissera de manière quasi-continue du début de l'année 1997 jusqu'à la fin de l'année 2012 (graphique 2).

À la différence d'autres pays ayant connu des crises similaires qui ont su résorber les chocs relativement rapidement, le Japon a longtemps pâti d'une situation macroéconomique dégradée. L'une des explications de l'absence de rebond au Japon est la réponse trop timide et tardive apportée par les autorités en matière de politique économique et de stabilisation du système bancaire. À ce titre, le cas suédois est souvent avancé⁵. Suite à la crise bancaire et économique traversée par le pays au début des années 1990, les autorités ont apporté une réponse immédiate afin d'absorber les déséquilibres bancaires, *via* des restructurations et la création de *bad banks*. À l'inverse, au Japon, la question du niveau élevé de prêts non performants dans le bilan des banques n'aurait pas été résolue suffisamment rapidement, pesant sur la dynamique du crédit, de la demande interne, et *in fine* des prix et de la croissance.

Une dynamique du crédit sensiblement et durablement affaiblie



Graphique 2

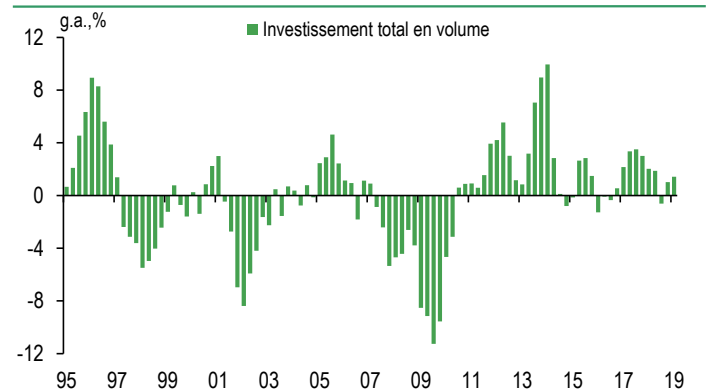
Source : BRI

La crise qui touche les économies de l'est asiatique à partir de 1997 constitue un nouveau choc pour le Japon, dont les déséquilibres macroéconomiques ne sont donc pas encore résorbés. Les pays émergents asiatiques voient alors leur croissance économique sensiblement diminuer sur cette période. À la fin de l'année 1997, la déclaration de mise en faillite de Yamaichi, l'une des plus grandes sociétés de bourse du pays, accroît la déstabilisation des marchés boursiers ainsi que celle du marché des changes asiatiques, et entraîne

⁵ La crise nordique des années 1990, Séminaire nordique, DG Trésor avril 2012

des faillites en chaîne d'institutions financières⁶. La réponse, trop limitée, de la politique monétaire⁷ ne résout pas pleinement la forte demande de liquidité qui en découle. L'environnement financier japonais apparaît alors très fragilisé et le système bancaire continue de faire face à un niveau élevé de créances douteuses. Un épisode de panique, court mais significatif, s'enclenche, la bourse recule une nouvelle fois, des retraits de dépôts fragilisent davantage les banques japonaises et l'incertitude globale progresse. L'investissement en pâtit (graphique 3) tout comme le marché du travail, pénalisant la consommation privée.

Baisse marquée de l'investissement à la fin des années 1990



Graphique 3

Source : Cabinet Office

L'expérience d'une déflation prolongée

La dégradation de l'environnement macroéconomique (le Japon entre en récession au début de l'année 1998), dans un contexte de forte dégradation de la demande interne, pèse sur la dynamique des prix. La hausse de la taxe sur la consommation (équivalent de la taxe sur la valeur ajoutée, TVA) en avril 1997 a également pesé sur les dépenses des ménages, certains observateurs critiquant l'ajustement structurel primaire⁸ opéré cette année-là au Japon. La politique monétaire a, de son côté, réagi en baissant, très graduellement, son principal taux directeur. Celui-ci s'établit à 0% fin 1999 après son pic de 6% atteint environ 8 ans plus tôt. Toutefois, le pays s'installe dans une trappe à liquidité, l'offre d'argent à coût nul de la part de la Banque du Japon n'ayant plus d'effet sur les prix et sur l'activité. Hormis en 2008 et à la veille de la grande crise financière, la déflation (au sens de l'inflation sous-jacente⁹) s'ancre au Japon à partir de la fin des années 1990 jusqu'au milieu de l'année 2013 (graphique 4). La baisse des prix tend à annuler l'effet positif de la diminution des taux d'intérêt nominaux en poussant à la hausse les taux d'intérêt réels.

⁶ Statement by the Governor concerning the Yamaichi Securities Co., Bank of Japan, 2 juin 1999.

⁷ Voir note de bas de page n°4

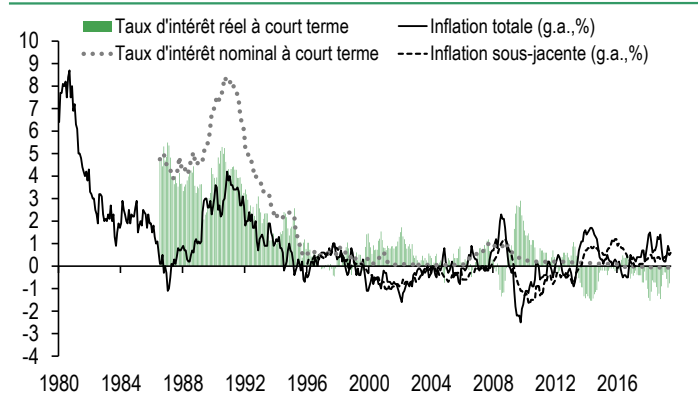
⁸ L'ajustement structurel primaire représente la variation du solde budgétaire primaire structurel, i.e. corrigé des effets du cycle.

⁹ La mesure de l'inflation sous-jacente exclut les produits dont les prix sont volatils (produits pétroliers et alimentaires). L'indice d'inflation sous-jacente permet ainsi de dégager une tendance de fonds de l'évolution des prix.



La faiblesse de la demande interne privée, qui reflète le désendettement des agents économiques, explique en partie la longue période de déflation traversée par le Japon. Des facteurs macroéconomiques plus structurels peuvent toutefois venir compléter l'explication. En effet, la concurrence croissante des économies asiatiques et émergentes tout comme la plus forte dualité du marché du travail, caractérisée par la hausse des travailleurs précaires, ont pu faire pression sur les coûts salariaux et les prix. Par ailleurs, l'environnement déflationniste a pu renforcer les comportements attentistes et averses au risque¹⁰. Enfin, le vieillissement de la population japonaise (nous y revenons plus bas) aurait également un impact sur la tendance à la baisse de la croissance et de l'inflation. Les évolutions démographiques au Japon ont par exemple pesé sur le prix des terrains (qui n'ont d'ailleurs pas ré-augmenté depuis l'éclatement de la bulle immobilière, graphique 1)¹¹. L'effet de richesse négatif qui en a découlé aurait contraint la demande et *in fine* pesé sur les prix.

La déflation s'installe à partir des années 2000



Graphique 4 Source : Banque du Japon
Note : L'inflation totale comme sous-jacente est ajustée des modifications de taxes indirectes. Le taux d'intérêt réel est déflaté par le taux d'inflation totale (ajusté).

La grande crise économique de 2008-2009 constitue un troisième choc important pour l'économie nipponne. La croissance japonaise a été particulièrement affectée, atteignant près de -5,5% en 2009, après -1,1% en 2008, avant de se redresser par contrecoup puis d'être portée par la mise en place des « Abenomics »¹². Une embellie économique voit alors le jour avec notamment la sortie de la déflation, l'une des priorités du programme, et un redressement de l'activité. L'inflation et la croissance demeurent toutefois à des niveaux faibles, malgré ceux particulièrement élevés de la dette publique (la dette publique brute est proche de 240% du PIB) et de l'accommodation monétaire, en

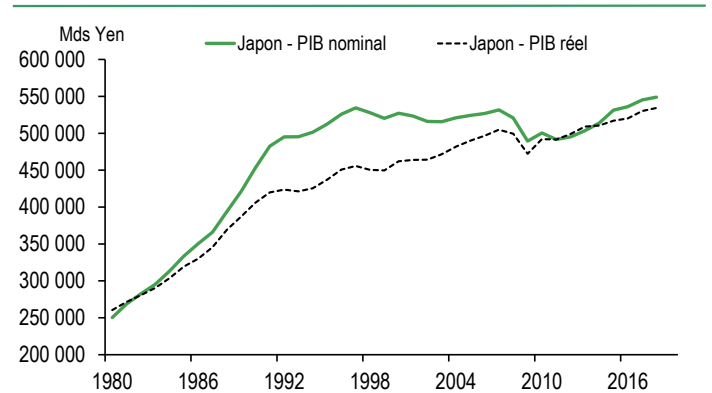
¹⁰ E. Dourille-Feer, *La difficile sortie de la déflation au Japon*, Billet du CEPII, 2014
¹¹ D. Anderson et al., *Is Japan's population aging deflationary ?*, IMF working Paper, août 2014
¹² Amorcé en 2012 au Japon, le programme de relance économique « Abenomics » repose sur trois piliers : une politique budgétaire expansionniste, une politique monétaire non conventionnelle (dont des achats d'obligations souveraines de long terme) et des réformes structurelles afin notamment de lutter contre le vieillissement de la population.

particulier *via* le lancement d'un programme de *Quantitative easing* (le bilan de la Banque du Japon atteint aujourd'hui 100% du PIB du pays, et continue de progresser).

Au total, le niveau du PIB nominal japonais est resté globalement stable du début des années 1990 jusqu'au lancement des « Abenomics » (graphique 5a). Cette dynamique résulte à la fois d'une progression en volume limitée et d'une croissance faible, voire négative, des prix. La croissance en volume a très nettement diminué après la décennie 1980, pour atteindre moins de 1% en moyenne dans les années 2000, tandis que le déflateur du PIB a été en moyenne de -1,2% sur cette décennie. Depuis 2012, le redressement est notable mais timide. En moyenne, la croissance en volume a atteint à peine plus de +1%. De plus, les prix ont en moyenne progressé mais à un rythme lent (graphique 5b).

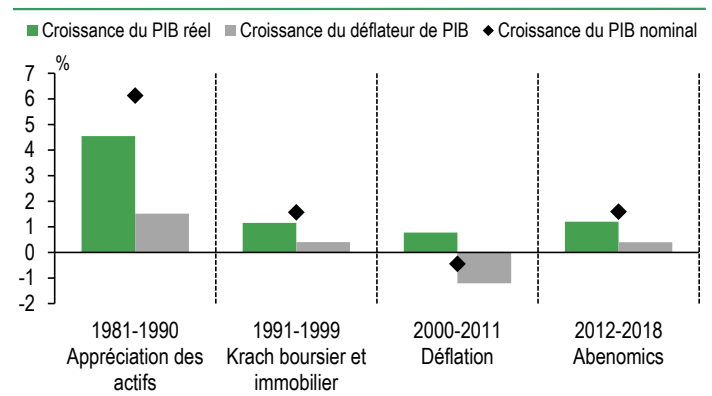
L'expérience déflationniste japonaise est unique en son genre dans l'histoire économique récente. L'éclatement des bulles boursières et immobilières, auquel la politique économique n'a répondu que partiellement, n'a cessé de peser sur l'économie.

Stagnation nominale du PIB japonais



Graphique 5A Source : Cabinet Office

L'expansion, le krach, la déflation, le redressement



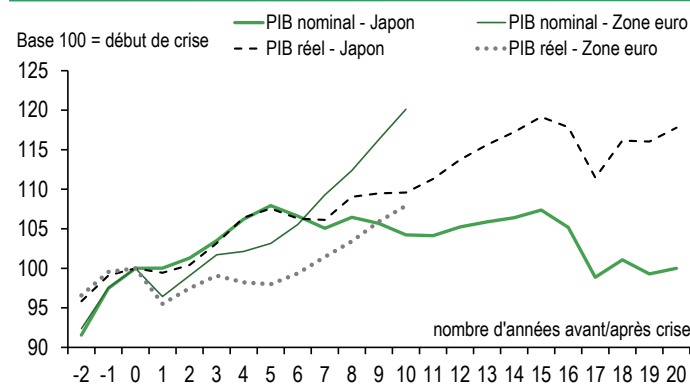
Graphique 5B Source : Cabinet Office

La zone euro souffre mais résiste

Environnement faiblement inflationniste, croissance économique peu vigoureuse, taux d'intérêt négatifs sur un spectre relativement large de maturités, politique monétaire non conventionnelle, dette publique en baisse mais toujours élevée, faiblesses structurelles (vieillesse de la population, ralentissement de la productivité globale des facteurs, etc...) sont autant de facteurs caractéristiques de l'économie de la zone euro qui permettent d'établir, en première lecture, des similitudes avec le profil macroéconomique du Japon.

Depuis 20 ans et la création de la monnaie unique, l'activité économique en zone euro a été heurtée, marquée par deux crises et deux récessions d'ampleur différente. En 2009, la croissance économique réelle de la zone atteint -4,5% tandis que la crise de la dette fait chuter le PIB de -0,9% puis de -0,2% respectivement en 2012 et 2013. Toutefois, la zone euro a affiché un rebond nominal notable post-2009 malgré la survenue d'une seconde crise quelques années plus tard (graphique 6).

Un redressement nominal fragile au Japon



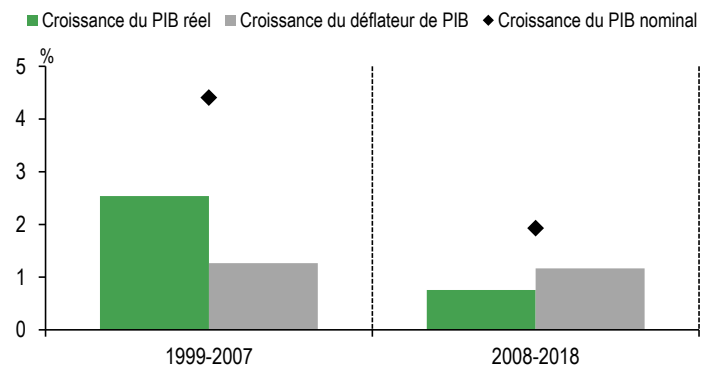
Graphique 6 Source : Cabinet Office, Eurostat
 Note de lecture : La base 100 correspond à la date de début de crise (1992 pour le Japon et 2008 pour la zone euro). L'axe des abscisses désigne le nombre d'années après ou avant l'éclatement des crises. Par exemple, 20 ans après la crise, le PIB nominal japonais était à peine à son niveau de 1992.

Les prix ont en moyenne continué à progresser après la crise de 2008 mais sur un rythme plus lent (graphique 7). En effet, la dynamique du déflateur du PIB est restée contenue mais n'a en moyenne pas sensiblement été réduite (en moyenne le déflateur de PIB a progressé d'un peu plus de 1% après la crise de 2008). De son côté, l'activité économique réelle a, comme au Japon, ralenti sensiblement après la crise des *subprimes*, et la zone semble depuis demeurer dans un régime de croissance faible.

Par habitant, sur la période post-crise, la croissance du PIB réel a été peu allante en zone euro comme au Japon, où elle a par ailleurs affiché une remarquable stabilité (graphique 8). Les évolutions agrégées de la zone euro masquent des disparités nationales importantes. En particulier, les pays du sud de la zone, notamment l'Italie et l'Espagne, ont été plus sévèrement touchés par la crise de la dette en 2012 et ont connu de ce fait deux récessions consécutives profondes (graphique 9).

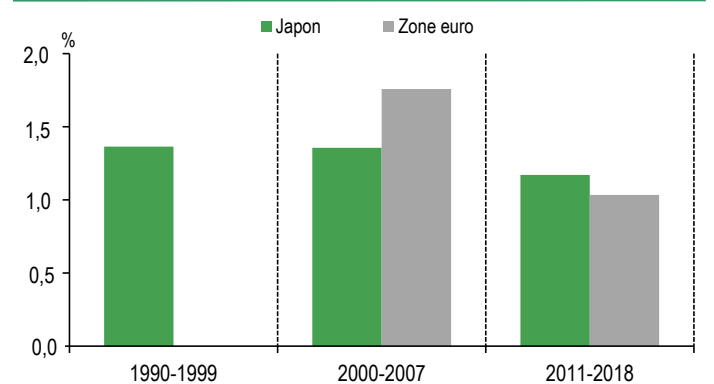
En volume, le PIB italien n'a pas retrouvé en 2018 son niveau de 2008, à l'inverse de l'Espagne.

Ralentissement sensible de l'activité en zone euro mais pas de déflation



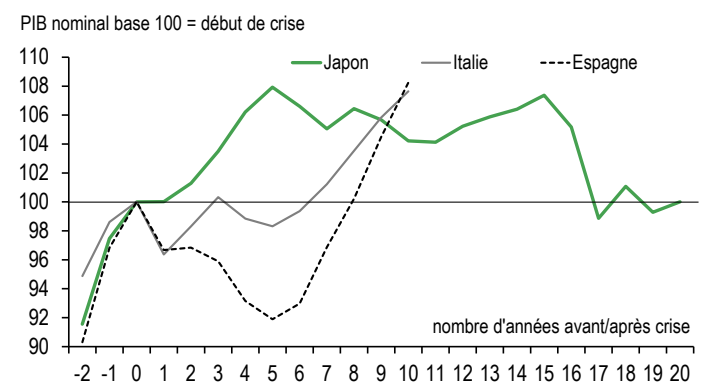
Graphique 7 Source : Eurostat

Croissance du PIB par habitant en termes réels



Graphique 8 Source : AMECO Commission européenne

Le sud de l'Europe rattrape péniblement



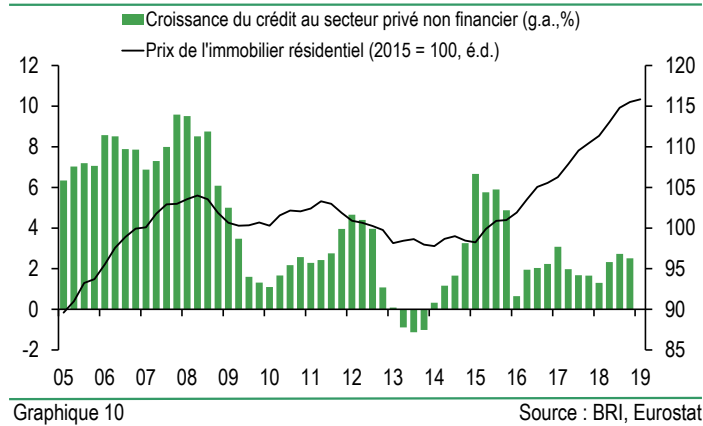
Graphique 9 Source : Cabinet Office, Eurostat

L'une des causes initiales des difficultés durables de l'économie nippone réside dans l'éclatement des bulles d'actifs, en particulier immobiliers (voir plus haut, graphique 1). L'absence de rebond des prix



est symptomatique de la situation économique japonaise depuis le début des années 1990. Ici émerge l'une des différences entre l'évolution macroéconomique japonaise et celle de la zone euro. En effet, la zone euro dans son ensemble, à l'inverse du Japon, n'a connu qu'une baisse modérée des prix des actifs, et de l'immobilier résidentiel notamment. Ces derniers sont restés globalement stables de 2007 à 2015, après il est vrai une augmentation sensible dans les années 2000. Depuis 2015, la valorisation des actifs immobiliers est repartie à la hausse (graphique 10). Le ralentissement, voire la baisse, de l'offre de crédit (2009 et second semestre 2013) a accompagné la diminution des prix immobiliers. La croissance du crédit a toutefois résisté, malgré les difficultés de certains secteurs bancaires notamment des pays du sud de l'Europe. L'agrégat monétaire étroit M1¹³, qui est un bon indicateur de ralentissement de l'activité ou de récession pour la zone euro¹⁴, a vu sa croissance également diminuer lors des deux épisodes de crise puis retrouver rapidement de la vigueur.

Crédit en zone euro : croissance affaiblie mais positive



Taux d'intérêt faibles, ou négatifs, pour longtemps

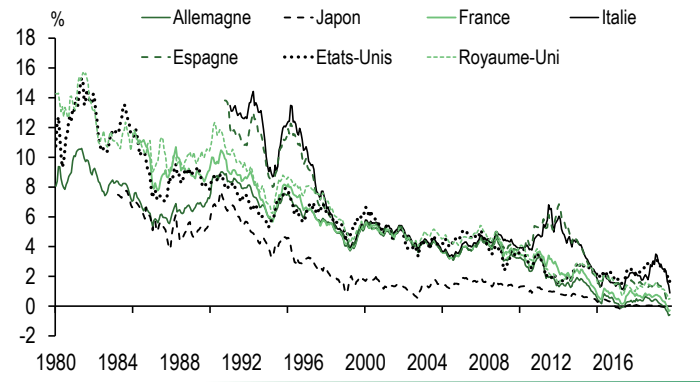
Si le déclin tendanciel des taux d'intérêt apparaît plus marqué depuis la crise de 2008, la tendance baissière des taux longs est un phénomène de long terme (graphique 11). Les taux d'intérêt réels atteignent désormais un plus bas historique dans les pays avancés, et diminuent depuis plusieurs décennies. Cette tendance est largement synchronisée parmi les économies avancées, en lien avec l'intégration croissante des marchés mondiaux de capitaux depuis les mouvements de libéralisation depuis des années 1980¹⁵.

La baisse inexorable des taux d'intérêt à long terme peut s'expliquer, sur une période relativement récente, en partie par l'expansion monétaire. Plus fondamentalement, le repli des taux réels est souvent associé au déclin du taux naturel (r^*) en raison de facteurs structurels. Le vieillissement de la population, la hausse et le niveau élevé du taux

¹³ L'agrégat monétaire M1 comprend les billets et les pièces en circulation, ainsi que les dépôts à vue.
¹⁴ R. Fendel et al., *Predicting recessions using term spread at the zero lower bound: The case of the euro area*, VOX CEPR, janvier 2019
¹⁵ M. Del Negro et al., *Global trends in interest rates*, VoxEU, novembre 2018

d'épargne, le ralentissement des gains de productivité, les inégalités ou encore la montée de l'aversion au risque sont autant de changements profonds pouvant affecter la dynamique de taux. Selon certaines estimations, le taux naturel réel à court terme en zone euro serait nul ou même désormais en territoire négatif¹⁶.

Tendance baissière des taux d'intérêt longs (10 ans en termes nominaux depuis 1980)



Rendements des obligations souveraines par maturité

Pays	2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
Allemagne	-0.782	-0.803	-0.595	-0.106
Pays-Bas	-0.754	-0.726	-0.452	-0.078
Finlande	-0.709	-0.667	-0.329	0.175
Autriche	-0.698	-0.618	-0.333	0.261
Belgique	-0.689	-0.572	-0.268	0.58
France	-0.699	-0.654	-0.297	0.549
Italie	-0.215	0.264	0.846	1.969
Espagne	-0.499	-0.301	0.135	1.025
Portugal	-0.624	-0.28	0.12	1.044

Tableau 1 Source : Thomson Reuters
 Note : les chiffres en rouge désignent les rendements souverains négatifs au 8 octobre 2019.

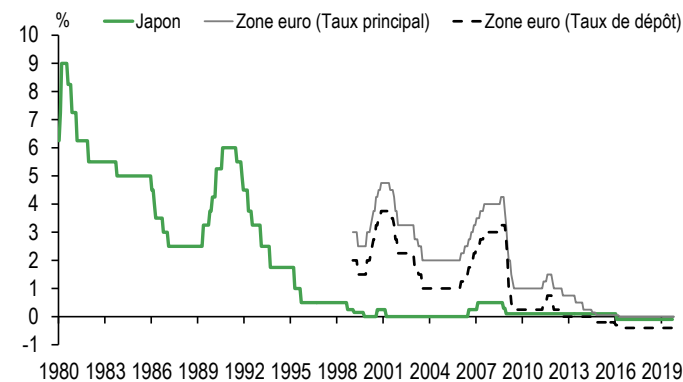
Comme le Japon, la zone euro est concernée par ce mouvement généralisé de baisse des taux d'intérêt. Sur un large spectre de maturité, les obligations souveraines de la zone, considérées pour certaines comme sans risque et liquides, ont atteint des niveaux de rendements très faibles, voire négatifs, dans de nombreux pays membres. En 2019, la courbe des taux en Allemagne et aux Pays-Bas est par exemple intégralement passée en territoire négatif. Selon certaines estimations, le montant total d'obligations à rendements négatifs, souveraines ou

¹⁶ C. Brand et al., *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*, ECB Occasional Paper Series, décembre 2018

d'entreprises, s'élèvent à environ USD 15 000 mds, en très nette hausse depuis 2015-2016¹⁷. Beaucoup d'autres pays comme la France, la Finlande ou la Belgique ont également affiché des rendements sur leurs obligations particulièrement bas (tableau 1). L'Italie, malgré les tensions politiques, a également vu une compression de son spread sans toutefois passer en territoire négatif. Après s'être globalement stabilisés entre fin 2016 et fin 2018, les taux sont repartis à la baisse. Dans le contexte de ralentissement marqué de l'activité économique en zone euro depuis le 3^e trimestre 2018, les investisseurs forment en effet des anticipations de plus en plus prudentes.

Aujourd'hui, la Banque du Japon (BoJ) et la Banque centrale européenne (BCE) ont réduit leurs principaux taux directeurs jusqu'en territoire négatif (graphique 12). Du côté de la Banque du Japon, le principal taux d'intérêt a atteint 0% en 1999, soit plusieurs années après l'éclatement des bulles, avant de brièvement remonter entre août 2000 et février 2001. Comme souligné plus haut, pour certains ces mouvements de taux reflètent l'échec de la BoJ à répondre suffisamment rapidement à la dégradation de la situation économique. En anticipant prématurément un rebond de l'activité, les choix de politique monétaire ont constitué l'une des causes les plus probables à la période de déflation¹⁸.

Taux d'intérêt principaux : Banque du Japon et Banque centrale européenne



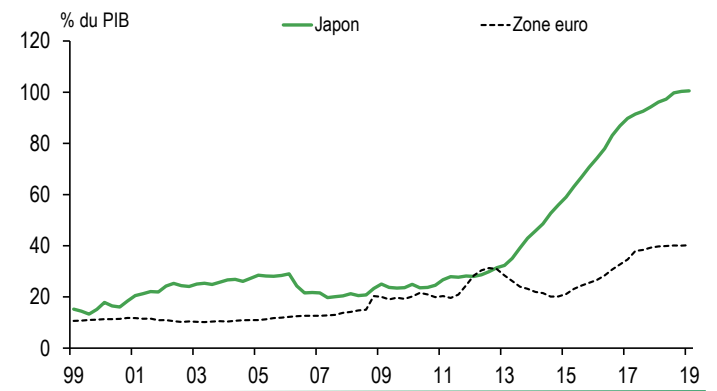
Graphique 12

Source : Banque du Japon, BCE

Face au manque de réaction de l'inflation, à la baisse des anticipations d'inflation, et à des taux d'intérêt nominaux à leur plancher, les banques centrales ont activé des nouveaux outils dits « non conventionnels », dont les plus marquants sont les larges programmes d'achat d'actifs. La hausse de la taille du bilan (graphique 13) et du stock de titres détenus par la BoJ (via le *Quantitative and Qualitative Monetary Easing*) et la BCE (*Asset Purchases Programme*), par le biais notamment de la réduction de la quantité nette de titres disponibles pour les investisseurs privés, exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt longs¹⁹. La mise en place d'un tel programme en zone euro s'opère à un moment

où l'inflation entre en territoire négatif (le taux d'inflation devient temporairement négatif en zone euro fin 2014-début 2015). Globalement, les interventions non conventionnelles de politique monétaire par la BCE auraient eu des effets favorables sur l'activité et sur la dynamique des prix²⁰.

Hausse de la taille du bilan des banques centrales



Graphique 13

Source : Banque du Japon, BCE

La zone euro doit faire des choix

Un indice synthétique de « japonisation »

A l'image de la méthode de T. Ito (2016)²¹, nous construisons un indice simple de « japonisation » pour la zone euro (graphique 14a et 14b). Pour cela, nous agrégeons, sans pondération, les trois facteurs caractéristiques du syndrome japonais : (i) Ecart croissance effective réelle et croissance potentielle ($g-g^*$), (ii) inflation totale (π , en glissement annuel) et (iii) principal taux directeur²² (*policy rate*), noté i .

$$\text{Indice de « Japonisation »} =$$

$$\text{Ecart de croissance } (g-g^*) + \text{Inflation totale } (\pi) + \text{Taux directeur } (i)$$

L'indice de japonisation a eu tendance à baisser pour la zone euro. Contribuant à son niveau élevé avant la crise, l'inflation et les taux d'intérêt ont plutôt participé à sa baisse après la crise. Cet indice demeure à un niveau supérieur à celui du Japon. L'inflation, ou la déflation, a souvent joué à la baisse sur l'indice global depuis la fin des années 1990 du côté japonais.

En incluant les prix de l'immobilier dans l'indice (graphique 14c et 14d), l'écart entre l'économie de la zone euro et l'économie japonaise se creuse. Comme indiqué plus haut, les prix de l'immobilier sont repartis à la hausse en zone euro relativement rapidement, dans un contexte d'assouplissement monétaire, tandis qu'ils sont restés assez inertes au Japon après l'éclatement de la bulle au début des années 1990.

¹⁷ T. Adrian et F. Natalucci, *Lower for longer: Rising vulnerabilities may put growth at risk*, IMF Blog, octobre 2019

¹⁸ T. Ito & F. Mishkin, *Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem*, NBER, 2004

¹⁹ Jean Dalbard et al., *L'arrêt des achats nets d'actifs ne met pas fin au quantitative easing*, Bloc-notes Eco, Banque de France, décembre 2018

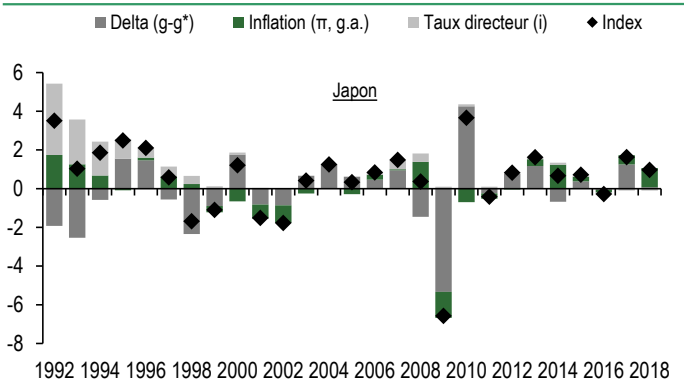
²⁰ Discours de Philip R. Lane, *Monetary policy and below-target inflation*, Bank of Finland, juillet 2019

²¹ Voir note de bas de page n°1

²² Pour ce taux, nous retenons pour la zone euro le taux sur la facilité de dépôt (aujourd'hui à -0,5%). Pour le Japon, le taux est le « *overnight call rate* », aujourd'hui à -0,1%.

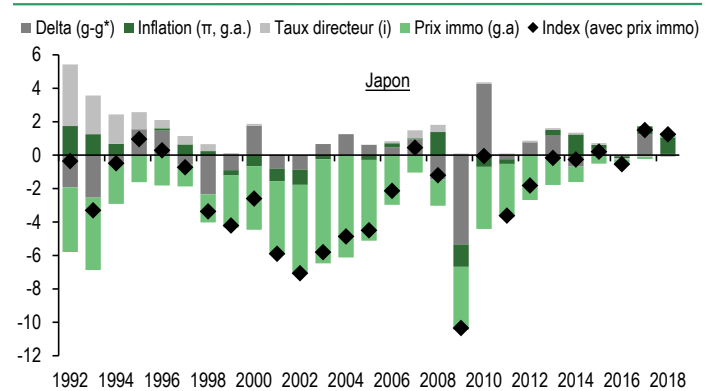


Indice synthétique de "japonisation"



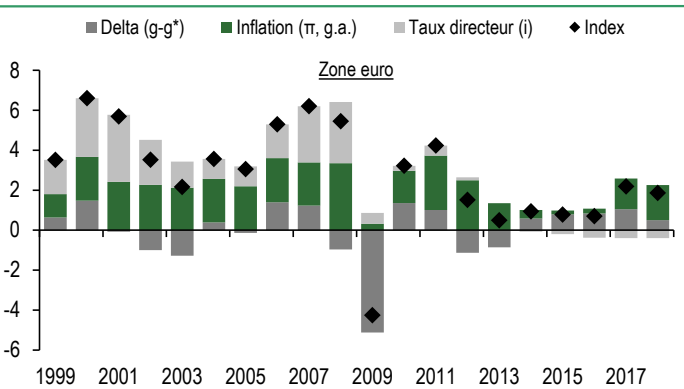
Graphique 14A Source : Banque du Japon, BCE, Eurostat

Indice synthétique de "japonisation" avec les prix immobiliers



Graphique 14C Source : Banque du Japon, BCE, Japan Real Estate Institute, Eurostat

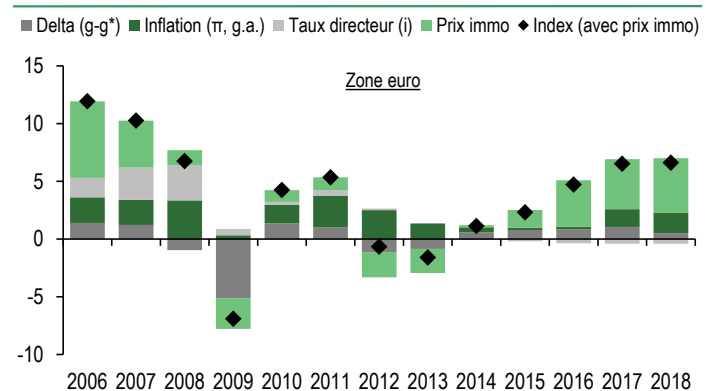
Indice synthétique de "japonisation"



Graphique 14B Source : Banque du Japon, BCE, Eurostat

Note de lecture : plus l'indice se rapproche de 0, plus le processus de « japonisation » est avancé.

Indice synthétique de "japonisation" avec les prix immobiliers



Graphique 14D Source : Banque du Japon, BCE, Japan Real Estate Institute, Eurostat

Si la zone euro semble pour l'heure résister au syndrome japonais, l'avenir est moins clair. Le vieillissement de la population, le ralentissement de la productivité, ou l'absence d'approfondissement dans la construction de la zone euro pourraient durablement affecter la dynamique économique de la zone euro, et augmenter le risque d'un scénario japonais.

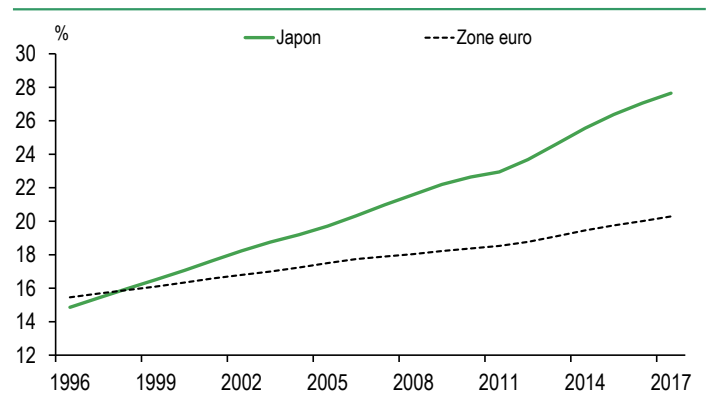
Des défis et des obstacles importants

Le défi de la croissance à long terme

Les astres apparaissent peu alignés concernant les vecteurs de croissance à long terme pour la zone euro.

D'abord, la question du vieillissement de la population devient de plus en plus prégnante. Alors que le Japon est aujourd'hui l'un des pays les plus vieux du monde, en zone euro, la part de la population âgée de plus de 65 ans progresse également tendanciellement (graphique 15).

Part de la population âgée de +65 ans dans la population totale

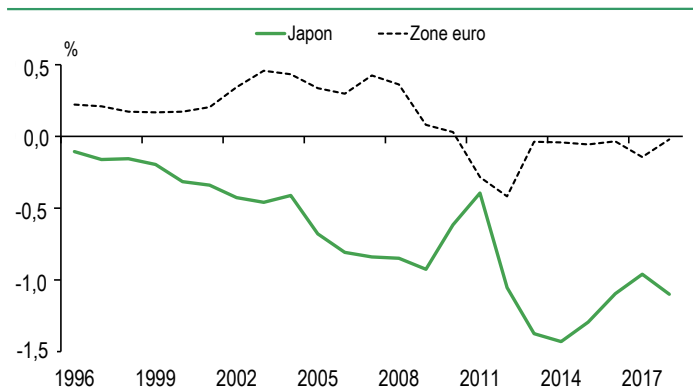


Graphique 15 Source : AMECO Commission européenne

La croissance de la population en âge de travailler (nous retenons ici la population âgée de 15 à 64 ans) a commencé à baisser dès 2011 en zone euro. Au Japon, cette catégorie de population baisse continuellement depuis le milieu des années 1990 (graphique 16).



Taux de croissance de la population en âge de travailler (15-64 ans)



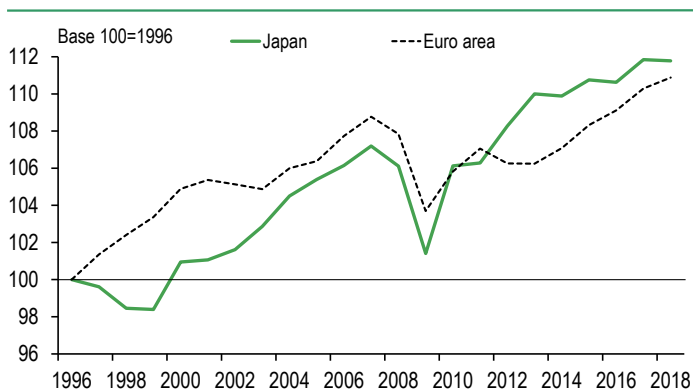
Graphique 16 Source : AMECO Commission européenne

En zone euro, ces évolutions masquent des situations différentes entre les Etats membres. Depuis 2015, la population en âge de travailler décline en Italie comme en France tandis qu'elle retrouve à partir de 2013 une certaine vigueur en Allemagne, en lien notamment avec les flux migratoires, après avoir longtemps baissé. Par ailleurs, la part des plus de 65 ans en Allemagne et en Italie est supérieure à la moyenne de la zone euro.

Le vieillissement de la population et la baisse de celle en âge de travailler réduit la force de travail disponible et peut également freiner l'accumulation du capital. Ainsi, ces dynamiques démographiques, à politique et dynamique de productivité inchangées, affectent négativement la croissance économique à court et à moyen terme. Selon certaines estimations, la croissance potentielle de la zone euro serait peu allante dans les années à venir, autour de 1,4%²³. Elle resterait toutefois plus élevée que la croissance potentielle japonaise (estimée aux alentours de 0,5% à moyen terme).

A la moindre vitalité démographique s'ajoute le ralentissement de la productivité comme frein à la croissance à long terme.

Evolution de la productivité globale des facteurs



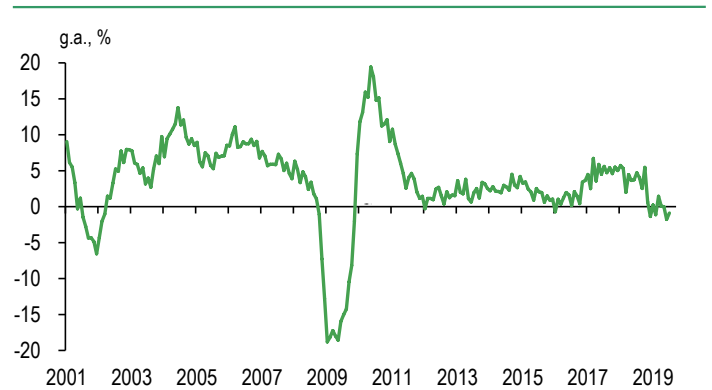
Graphique 17 Source : AMECO Commission européenne

²³ Estimations FMI

Si certaines approches tablent sur un ralentissement temporaire des gains de productivité, d'autres, plus pessimistes, anticipent un affaiblissement structurel de la croissance de la productivité²⁴.

Enfin, par une approche axée sur la demande, la zone euro pourrait être durablement affectée par le ralentissement structurel du commerce mondial (graphique 18). Le moindre dynamisme du commerce depuis la fin de l'année 2018 s'inscrit dans un ralentissement de plus long terme du commerce sous l'effet de différents facteurs (essoufflement de la fragmentation des chaînes de valeur, pause dans l'intégration commerciale mondiale, moindre intensité en commerce de la croissance économique qui s'oriente davantage vers les services et la consommation, etc.).

Taux de croissance du commerce mondial



Graphique 18 Source : CPB

Compte tenu d'un taux d'ouverture (ratio des exportations sur le PIB en valeur) de près de 50%, la zone euro est directement concernée par ces dynamiques.

Le défi de l'approfondissement du cadre institutionnel de la zone euro

Le profil de la croissance de la zone euro à moyen terme dépendra de sa faculté à répondre au prochain choc auquel elle devra faire face. Les autorités devront éviter les mêmes erreurs commises dans le passé en termes de politique économique. Sur le plan monétaire par exemple, un resserrement trop brutal ou rapide, à l'image de celui opéré en 2011, risquerait de fragiliser davantage la zone euro. Sur un autre plan, la politique budgétaire devra davantage jouer son rôle contracyclique que lors par exemple de la crise de 2012. A cette date, la zone euro au niveau agrégé a procédé à un ajustement structurel primaire alors même que la croissance n'était pas encore de retour.

A ce stade, la question du manque de marges de manœuvre à la fois monétaires et budgétaires se pose. Désormais contrainte, il apparaît difficile pour la Banque centrale européenne d'intervenir de nouveau massivement, à l'image de la Banque du Japon dont le bilan, rappelons-le, atteint près de 100% du PIB du pays. Du côté budgétaire, les règles européennes empêcheraient une approche suffisamment souple en cas de retournement de l'activité. Si la dette globale de la

²⁴ Sur l'économie américaine, R.J.Gordon, *Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds*, NBER, août 2012

zone euro tend à diminuer depuis fin 2014, elle reste toutefois élevée dans plusieurs pays membres. Parachever l'architecture de la zone euro apparaît ainsi comme le meilleur moyen d'éviter l'impact prolongé d'un nouveau retournement sur l'économie de la zone euro. En particulier, l'approfondissement de l'intégration budgétaire au niveau de la zone euro, *via* la mise en place d'un outil de stabilisation macroéconomique, apparaît nécessaire²⁵. Couplé à la poursuite des efforts de consolidation budgétaire en phase d'expansion, cet outil permettrait un *policy-mix* plus équilibré et renforcerait l'impact de la politique monétaire. Éviter l'enlisement dans un scénario japonais nécessiterait donc une approche coordonnée, solidaire et disciplinée entre les Etats membres de la zone euro.

Le débat autour du « syndrome japonais » en zone euro n'est pas clos. Cet article tend à dresser globalement un profil macroéconomique de la zone euro en mettant en avant les similitudes et différences avec le cas japonais. Inéluctable ou non, la matérialisation d'une « japonisation » de la zone euro aurait bien sûr des conséquences économiques importantes. Une croissance effective durablement inférieure à son potentiel pourrait par exemple induire une spirale déflationniste, qui serait à son tour néfaste à la dynamique de croissance. Par ailleurs, le contexte actuel de taux bas pourrait durer et des voix s'élèvent déjà pour en souligner les effets de bords négatifs. D'un point de vue macroéconomique, la faiblesse des taux d'intérêt peut biaiser la perception du risque, déstabiliser l'équilibre entre l'épargne et l'investissement ou favoriser le financement d'activités faiblement productives. Cette situation pourrait durer compte tenu des faibles pressions inflationnistes, qui elles-mêmes posent des questions sur l'action à adopter par la banque centrale. L'ensemble de ces mécanismes mériteraient d'être abondamment creusés et nous y apporterons donc une vigilance toute particulière.

Achévé de rédiger le 1^{er} novembre 2019

louis.boisset@bnpparibas.com

²⁵ N. Arnold, *A central fiscal stabilization capacity for the Euro area*, IMF, Mars 2018 ou, pour une version simplifiée, Louis Boisset, *Convergence en zone euro: où en est-on?*, Conjoncture, BNP Paribas, Avril 2019



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

Jean-Luc Proutat

Responsable – Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 58 16 73 32 jeanluc.proutat@bnpparibas.com

Hélène Baudchon

France – Marché du travail

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Louis Boisset

Banque centrale européenne, synthèses conjoncturelles zone euro, Japon

+33 1 57 43 02 91 louis.boisset@bnpparibas.com

Frédérique Cerisier

Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33 1 43 16 95 52 frederique.cerisier@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten

Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse – Energie, climat – Projections à long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Tarik Rharrab

Statistiques

+33 1 43 16 95 56 tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon

Responsable

+33 1 42 98 56 54 laurent.quignon@bnpparibas.com

Laure Baquero

+ 33 1 43 16 95 50 laure.baquero@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54 celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+ 33 1 40 14 30 77 thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure

Responsable, Argentine, Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier

Adjointe – Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby

Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Sara Confalonieri

Afrique lusophone et anglophone

+33 1 42 98 43 86 sara.confalonieri@bnpparibas.com

Pascal Devaux

Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot

Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad

Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Johanna Melka

Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Michel Bernardini

+33 1 42 98 05 71 michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires au présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunérée au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009 Paris, France.
Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR
NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

OU

VOUS POUVEZ TÉLÉCHARGER NOTRE
APPLICATION **ECO NEWS**
POUR SUPPORTS APPLE ET ANDROÏD



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef William De Vijder



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change