

Flash Economie

21 novembre 2016 - 1256

Que se passe-t-il quand le bilan de la Banque Centrale augmente continûment ? Les leçons du cas japonais

Le Japon a commencé de fait la Quantitative Easing en 1998, avec une pause de 2006 à 2012. Si les Banques Centrales veulent aujourd'hui empêcher la hausse des taux d'intérêt à long terme, elles devront, comme la Banque du Japon, accepter une hausse durable et considérable de la taille de leur bilan (et de l'offre de monnaie). Si elles font ce choix, elles évitent les crises de la dette, mais quel autre risque prennent-elles ?

L'exemple du Japon depuis 20 ans montre :

- qu'il n'y a pas d'hyperinflation ni même d'inflation ;
- qu'il n'y a pas de dépréciation durable ou importante du taux de change ;
- que l'effet d'aléa de moralité sur le gouvernement (sur les décisions budgétaires) est considérable ;
- qu'il y a périodiquement mais pas durablement une bulle sur les actions ;
- qu'il y a eu une hausse continue mais lente des prix de l'immobilier depuis 2003.

On ne voit donc pas encore au Japon de crise catastrophique due à la croissance massive de l'offre de monnaie, mais son effet sur la politique budgétaire est clair.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

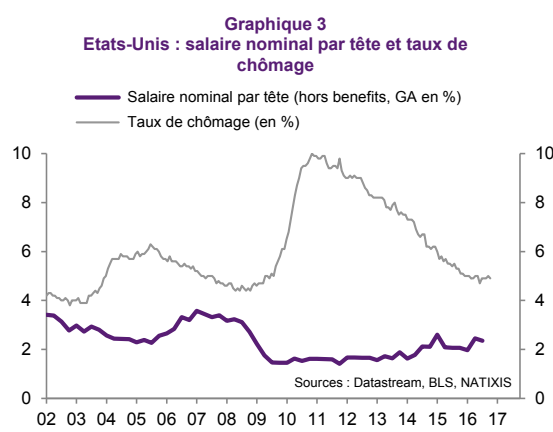
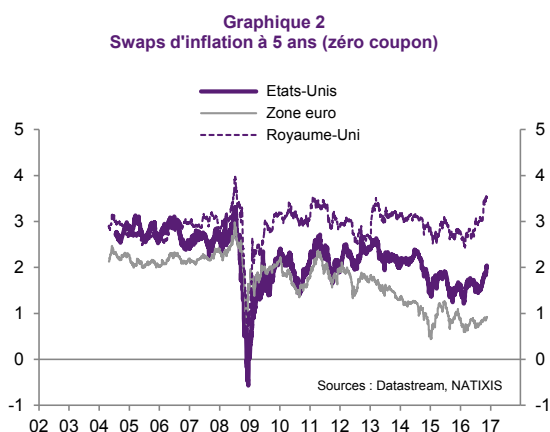
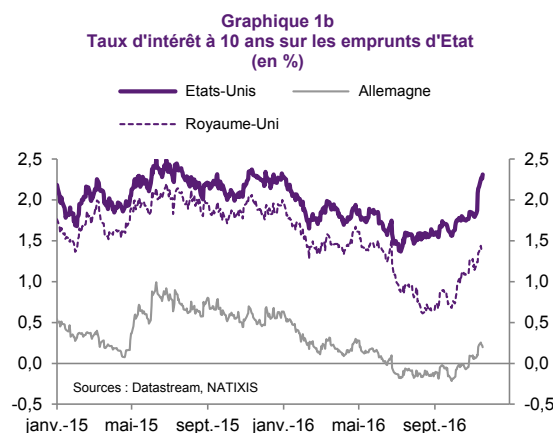
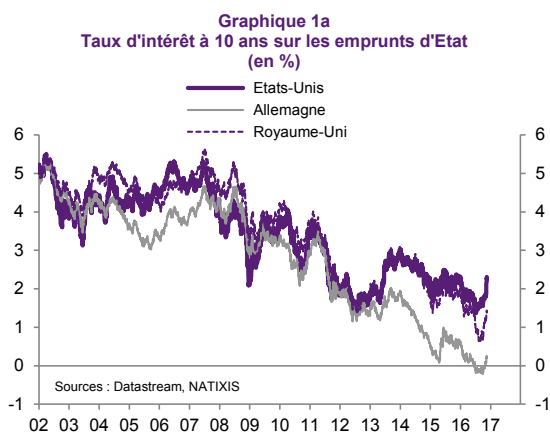
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

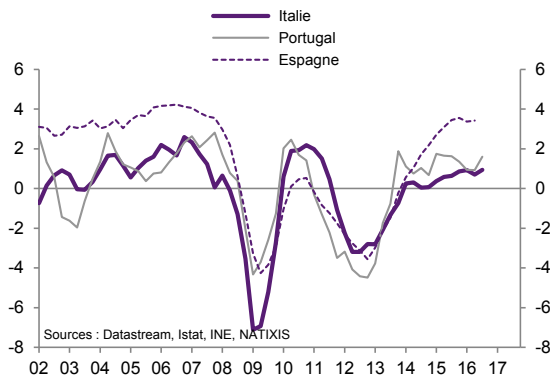
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

La question des effets à long terme de l'expansion du bilan de la Banque Centrale

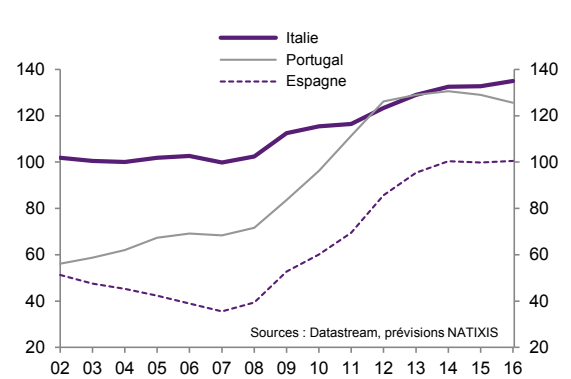
Les Etats-Unis et l'Europe vont probablement connaître une pression durable à la hausse sur leurs taux d'intérêt à long terme (graphiques 1a/b) avec la hausse de l'inflation anticipée (graphique 2), le retour au plein emploi et les hausses plus rapides de salaires aux Etats-Unis (graphique 3), les effets des probables nouvelles politiques économiques de l'administration Trump (déficits publics, réduction de l'immigration). **La hausse des taux d'intérêt à long terme peut avoir des effets négatifs sur les situations des finances publiques**, particulièrement dans les pays périphériques à croissance faible et à dette publique élevée de la zone euro (Italie, Portugal ; graphiques 4a/b). **Certaines Banques Centrales pourraient donc être tentées d'essayer d'empêcher la hausse des taux d'intérêt à long terme**, le cas extrême étant la Banque du Japon qui a décidé de passer au contrôle du taux d'intérêt à 10 ans avec un objectif de 0% (graphique 5). **Empêcher la hausse des taux d'intérêt à long terme évite les crises de la dette publique, mais exige une hausse perpétuelle de la taille du bilan de la Banque Centrale et de l'offre de monnaie.**



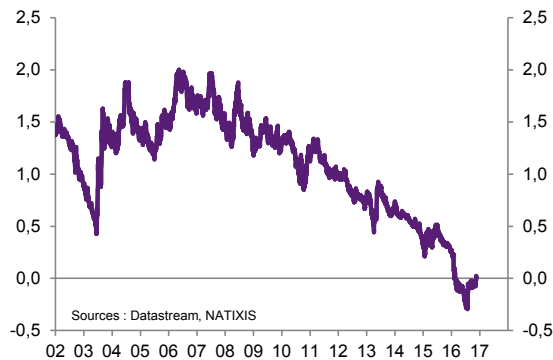
Graphique 4a
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 4b
Dettes publiques (en % du PIB valeur)



Graphique 5
Japon : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)

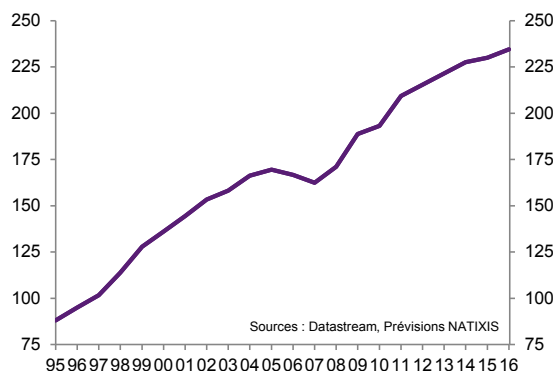


La question centrale est donc la suivante : **si une Banque Centrale évite les crises de la dette en acceptant la hausse continue de la taille de son bilan et de l'offre de monnaie, quels risques prend-elle, contreparties de la disparition des crises de la dette ?**

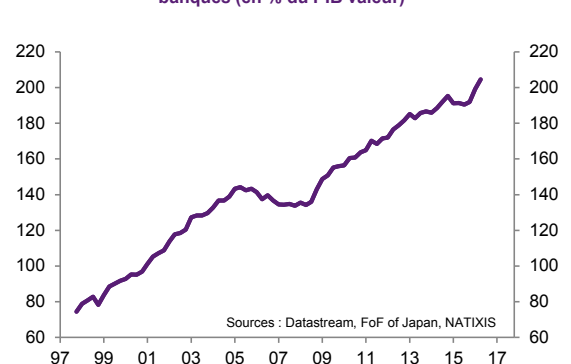
Les leçons du cas japonais

Devant la hausse considérable de la dette publique au Japon et de la détention de dette publique par les banques (**graphiques 6/7**), depuis la fin des années 1990 la Banque du Japon mène une politique d'expansion monétaire (**graphique 8a**) et de maintien de taux d'intérêt à long terme très faibles (**graphique 8b**). Le Quantitative Easing n'a été interrompu qu'entre 2006 et 2012, repris en 2013.

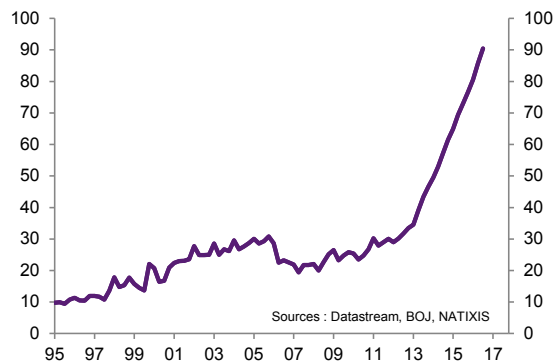
Graphique 6
Japon : dette publique (en % du PIB valeur)



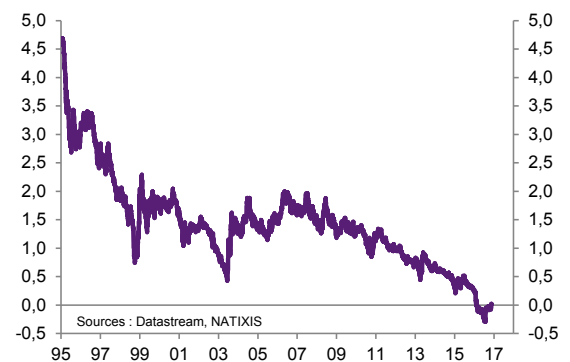
Graphique 7
Japon : encours de dette publique détenu par les banques (en % du PIB valeur)



Graphique 8a
Japon : base monétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 8b
Japon : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



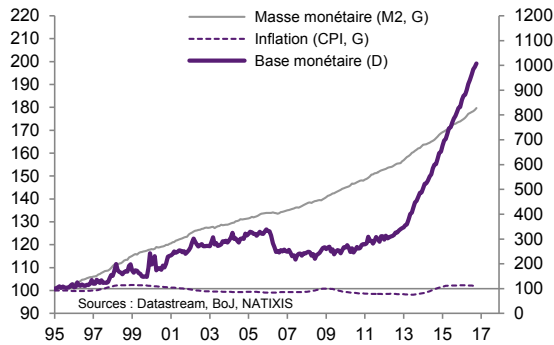
Après 20 ans d'expansion monétaire, **quels dangers, quelles évolutions violentes a-t-on observées au Japon ?**

- (1) Contrairement à ce qu'on pourrait croire, **la croissance très rapide de l'offre de monnaie** (que ce soit la monnaie de Banque Centrale, la base monétaire-M0-ou la masse monétaire au sens habituel, dépôts et billets-M2) **n'a eu aucun effet sur l'inflation (graphique 9) au Japon.**
- (2) La croissance très rapide de l'offre de monnaie au Japon pourrait conduire à **des sorties très importantes de capitaux, d'où une très forte dépréciation du change.** Le cas extrême serait « la fuite devant la monnaie » : les détenteurs de yens, devant l'excès d'offre de yens par la Banque du Japon, essaient de s'en débarrasser.

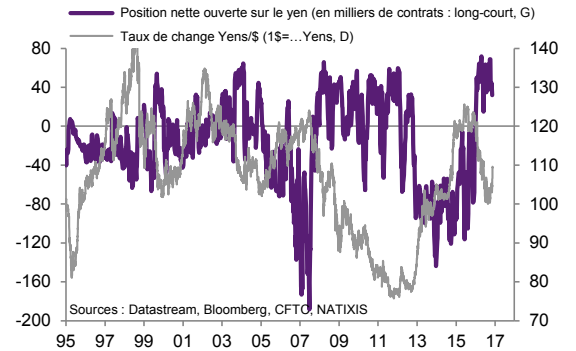
Les **graphiques 10a/b** montrent **qu'il y a bien des périodes de sorties de capitaux à court terme et à long terme au Japon et de dépréciation du yen, (1995-1998, 2000-2001, 2005-2007, 2013-2015) mais qu'elles sont transitoires et qu'au total le yen ne s'est pas déprécié.**

- (3) **Aléa de moralité sur le gouvernement (sur les finances publiques).** Le maintien de taux d'intérêt extrêmement bas par la Banque du Japon a **conduit le gouvernement à mener une politique budgétaire continûment très expansionniste (graphique 11) et à ne pas essayer d'arrêter la croissance de la dette publique (graphique 7a plus haut).** Il y a donc eu aléa de moralité et fiscal dominance depuis 20 ans.
- (4) **Pas de bulle continuelle sur les actions.** Le **graphique 12a** montre le **Nikkei** et le **graphique 12b** les **prix de l'immobilier résidentiel** au Japon. **On voit des bulles transitoires (1996-99, 2003-2006, 2013-2015), mais pas de hausse permanente de cours boursiers ; depuis 2003 cependant, les prix de l'immobilier augmentent continûment.**

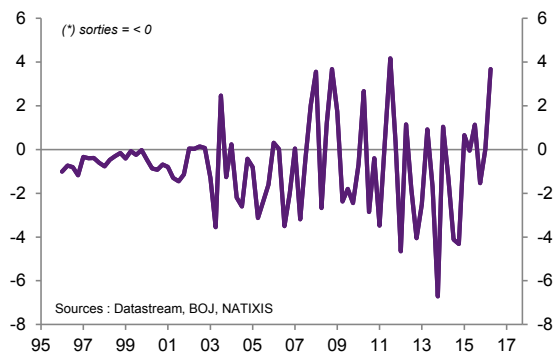
Graphique 9
Zone euro : masse monétaire, base monétaire et inflation (100 en 1995:1)



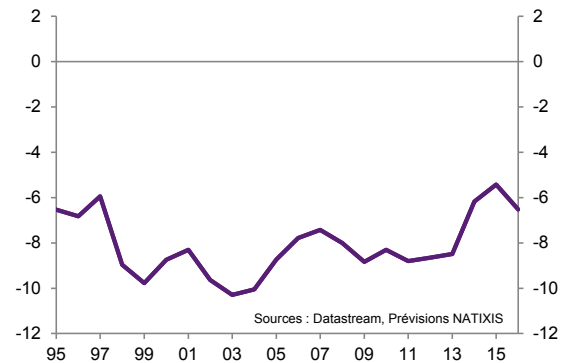
Graphique 10a
Japon : position nette ouverte sur le yen et taux de change



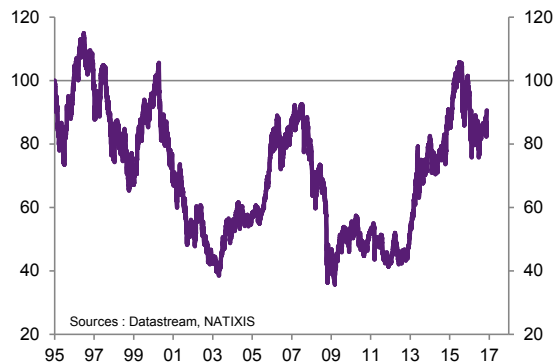
Graphique 10b
Japon : achats nets d'actions + obligations étrangères par les résidents* (en % du PIB valeur)



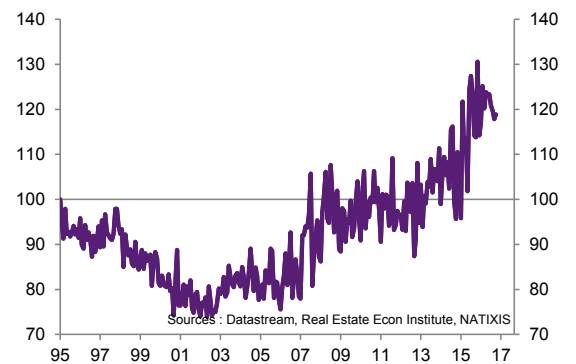
Graphique 11
Japon : déficit public (en % du PIB valeur)



Graphique 12a
Japon : indice boursier (Nikkei, 100 en 1995:1)



Graphique 12b
Japon : prix des maisons (100 en 1995:1)



Synthèse : le coût de la hausse continue et forte de la taille du bilan de la Banque Centrale n'est pas clair

Nous prenons l'exemple du Japon pour essayer de voir ce qu'est le coût de l'expansion continue du bilan de la Banque Centrale visant à empêcher la hausse des taux d'intérêt et les crises de la dette.

Contrairement aux attentes, on ne voit :

- ni inflation,
- ni dépréciation durable du taux de change,
- ni bulles permanentes sur les actions,
- on voit cependant une hausse depuis 2003 des prix de l'immobilier.

Il apparaît de plus un fort aléa de moralité : l'Etat est incité à ne jamais corriger la hausse de la dette publique.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et 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. 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 ne doit accepter 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 a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière 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.

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 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 supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 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'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée en matière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR 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 est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFICATIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>