

Flash Economie

15 novembre 2017 - 1342

Que se passe-t-il quand les taux d'intérêt restent durablement à 0% ? L'exemple du Japon

Le Japon nous fournit un laboratoire très intéressant d'une situation où les taux d'intérêt à court terme et à long terme restent durablement quasi nuls (c'est le cas depuis 2009) quelle que soit la croissance nominale.

Que s'attend-on à observer lorsque les taux d'intérêt sont durablement nuls, et qu'observe-t-on au Japon ?

- un excès d'endettement ? au Japon il y a hausse du taux d'endettement public ;
- un excès d'investissement, des investissements inefficaces ? Au Japon ceci ne s'observe pas ;
- la chute du taux d'épargne ? Au Japon, ceci n'est pas le cas ;
- des bulles sur les prix des actifs ? Au Japon elle s'observe en ce qui concerne l'immobilier résidentiel ;
- des sorties importantes de capitaux et la dépréciation du taux de change ? Au Japon, ceci s'est effectivement observé.

Au total, par rapport aux attentes, les taux d'intérêt restant nuls quelle que soit la croissance nominale au Japon ont entraîné certains (dette publique, prix de l'immobilier, sorties de capitaux) des effets attendus, mais pas tous ces effets.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 @PatrickArtus

www.research.natixis.com

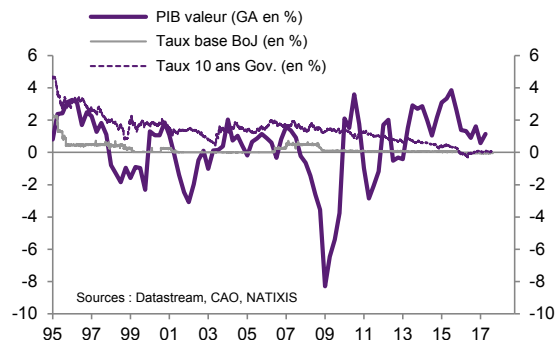
BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Taux d'intérêt quasi nuls au Japon depuis 2009 quelle que soit la croissance nominale

Le **graphique 1** compare les **taux d'intérêt à court terme et à long terme au Japon et la croissance nominale**.

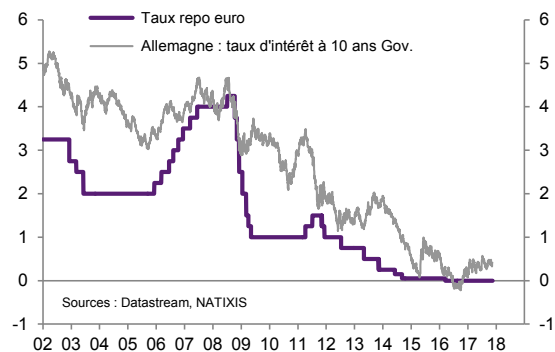
On observe une situation où **les taux d'intérêt à court terme et à long terme restent quasi nuls, quelle que soit la croissance nominale depuis 2009**.

Graphique 1
Japon : PIB valeur, taux base BoJ et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Avec les taux d'intérêt qui restent très faibles dans la zone euro (**graphique 2**), il nous paraît intéressant **d'utiliser le laboratoire que constitue le Japon pour analyser les conséquences de taux d'intérêt restant durablement voisins de 0%**.

Graphique 2
Zone euro : taux repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



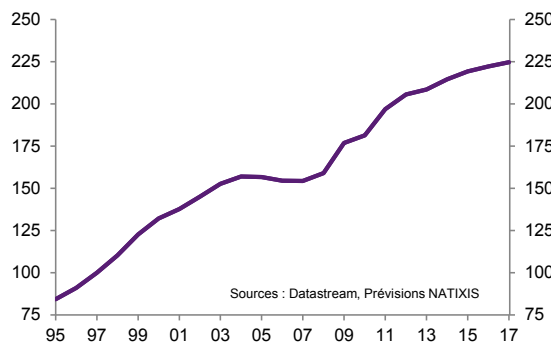
Quelles conséquences, en théorie et dans la pratique au Japon, de taux d'intérêt durablement nuls ?

1- Un excès d'endettement ?

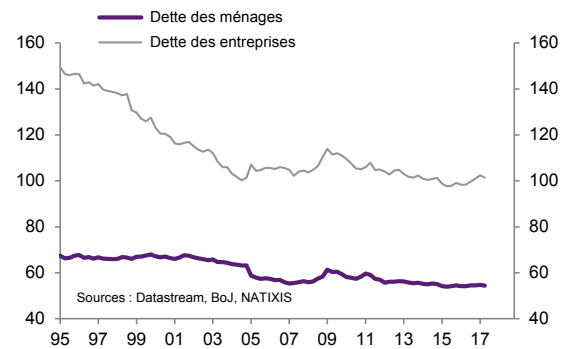
Les taux d'intérêt restant nuls même quand la croissance nominale redémarre doivent normalement entraîner un excès d'endettement.

Au Japon (graphiques 3a/b), depuis 2009, le taux d'endettement public augmente fortement, pas le taux d'endettement privé.

Graphique 3a
Japon : dette publique (en % du PIB valeur)



Graphique 3b
Japon : dettes des ménages et des entreprises (en % du PIB valeur)

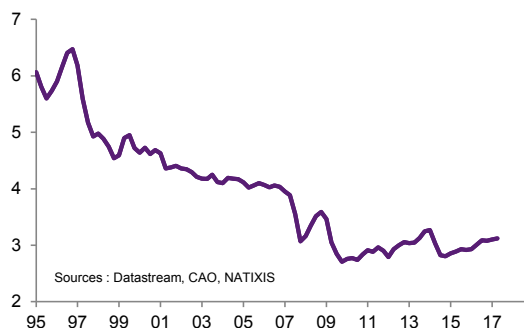


2- Un excès d'investissement, des investissements inefficaces ?

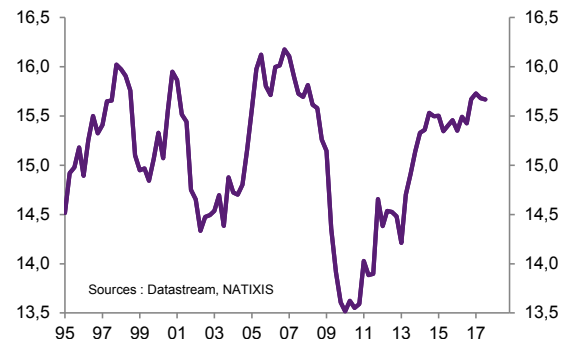
Des taux d'intérêt anormalement faibles par rapport à la croissance peuvent entraîner un excès d'investissement (en logements ou des entreprises), des investissements inefficaces (de rentabilité anormalement faible).

Les graphiques 4a/b/c/d montrent au Japon l'absence de redressement de l'investissement en logements, et un fort redressement de l'investissement des entreprises avec un taux d'utilisation assez faible, mais le rendement du capital a augmenté.

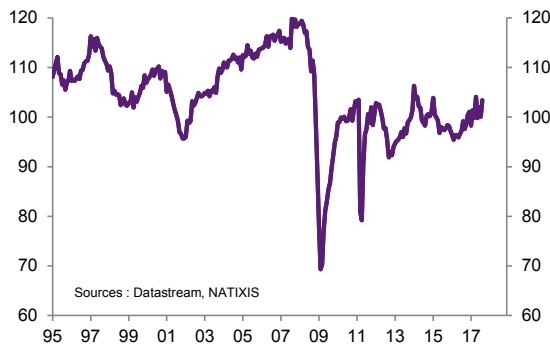
Graphique 4a
Japon : investissement en logement des ménages (volume, en % du PIB volume)



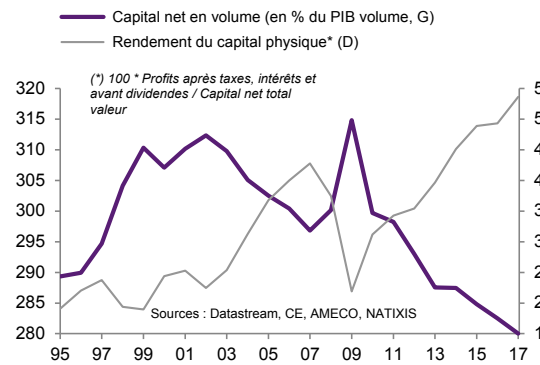
Graphique 4b
Japon : investissement total des entreprises (volume, en % du PIB volume)



Graphique 4c
Japon : taux d'utilisation des capacités (en %)



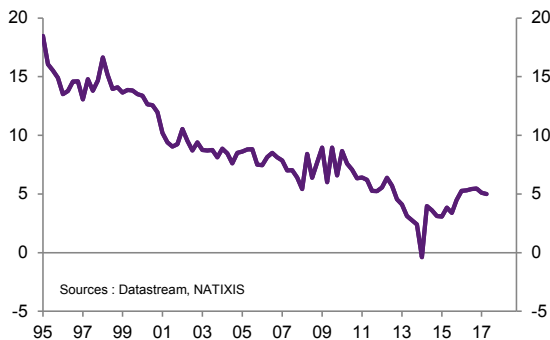
Graphique 4d
Japon : capital net total et rendement du capital physique



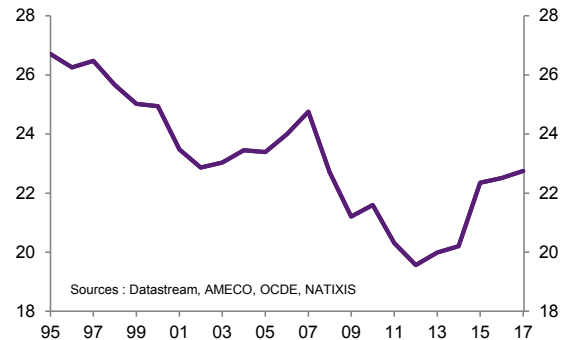
3- Une chute du taux d'épargne ?

Si les effets de substitution l'emportent sur les effets de revenu, les taux d'intérêt anormalement bas conduisent à un recul du taux d'épargne. Les **graphiques 5a/b** montrent au Japon depuis le début de la période de taux d'intérêt nuls **une relative stabilité des taux d'épargne**.

Graphique 5a
Japon : taux d'épargne brute des ménages (en %)



Graphique 5b
Japon : taux d'épargne de la Nation (en %)

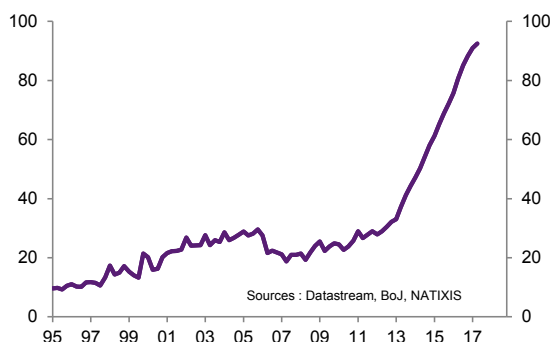


4- Des bulles sur les prix des actifs ?

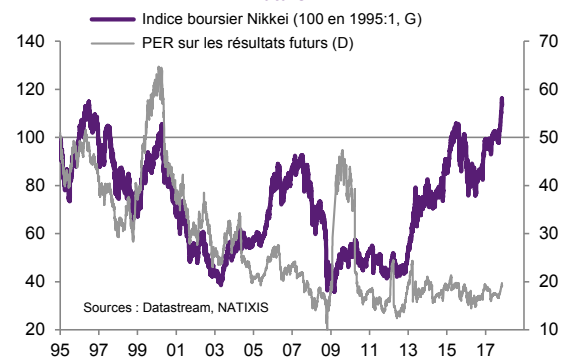
Les taux d'intérêt nuls et, de manière cohérente, une liquidité très abondante (**graphique 6a**) doivent en principe entraîner le report des investisseurs vers les actifs risqués et l'apparition de **bulles sur le prix des actifs risqués**.

Au Japon (graphiques 6b/c), depuis le début de la période de taux d'intérêt nuls on a vu une forte hausse des prix de l'immobilier résidentiel.

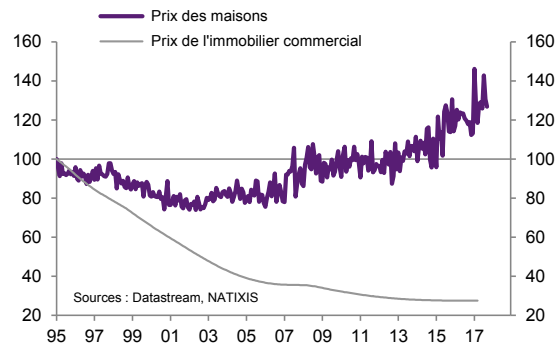
Graphique 6a
Japon : base monétaire (en % du PIB valeur)



Graphique 6b
Japon : indice boursier et PER sur les résultats futurs



Graphique 6c
Japon : prix des maisons et de l'immobilier commercial (100 en 1995:1)

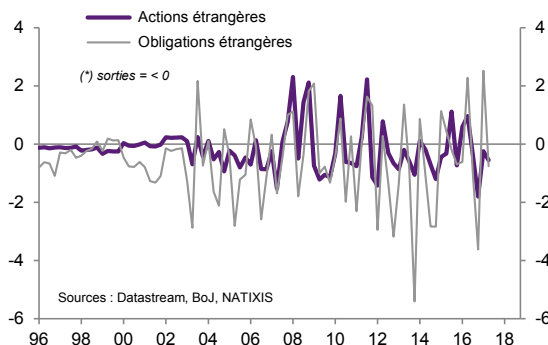


5- Des sorties importantes de capitaux et la dépréciation du taux de change ?

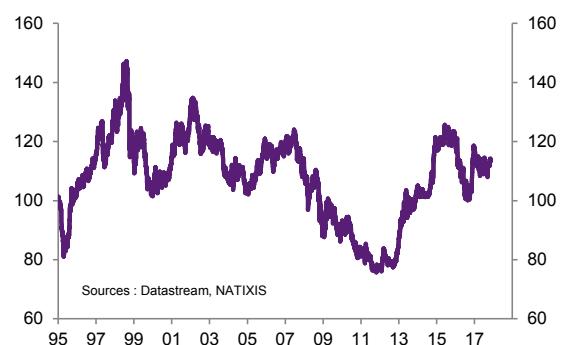
Si les taux d'intérêt sont anormalement bas dans un pays, on s'attend à ce que les épargnants du pays exportent les capitaux et donc que le taux de change du pays se déprécie.

Au Japon (graphiques 7a/b), depuis que les taux d'intérêt sont nuls (2009), il y a effectivement de fortes sorties de capitaux et à partir de 2013 une dépréciation du yen.

Graphique 7a
Japon : achats nets d'actifs étrangers par les résidents* (en % du PIB valeur)



Graphique 7b
Taux de change dollar - yen (1\$ = ...yens)



Synthèse : les attentes et la réalité du Japon

Au Japon, quelle que soit la croissance nominale, les taux d'intérêt à court terme et à long terme sont nuls depuis 2009.

On s'attend alors à ce qu'il y ait :

- excès d'endettement ;
- excès d'investissement ;
- chute du taux d'épargne ;
- bulles sur les prix des actifs ;
- sorties de capitaux et dépréciation du change.

Au Japon, depuis 2009, on observe seulement, parmi les effets attendus :

- la hausse du taux d'endettement public ;
- la hausse du prix de l'immobilier résidentiel ;
- les sorties de capitaux et la dépréciation du yen.

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>