

Analyse thématique — T2 2024  
Normalisation de la politique monétaire

---

# **Japon: fin des taux négatifs après 8 ans**

**Japon: fin des taux négatifs**

L'éclatement de la bulle financière à la fin des années 1990 a plongé le Japon dans une période de près de 20 ans de croissance atone et de déflation. Pour contrer cette situation, les autorités ont mis en place des politiques monétaire et budgétaire très expansives pour soutenir l'activité. Parallèlement au creusement de la dette publique à des niveaux record, la Banque du Japon a introduit en 1999 des taux d'intérêt directeurs à 0%. Depuis cette date, les taux d'intérêt à 0% ou négatifs sont devenus la norme. Cette situation qui dure depuis plus de 15 ans a structurellement transformé l'économie financière du pays. Les entreprises et les autorités publiques ont été les grandes gagnantes durant cette période car elles ont pu emprunter à des taux d'intérêt plancher, voire négatifs. En revanche, les ménages et les banques ont été les grands perdants. Les ménages ont vu le revenu de leur épargne fondre, pénalisant les dépenses de consommation. Les banques ont également perdu des revenus importants dans leurs opérations de crédits aux particuliers et aux entreprises. Mais, à la fin mars, la politique monétaire a enfin changé. En effet, la Banque du Japon (BoJ) a décidé, pour la première fois depuis 17 ans, de procéder à une augmentation de ses taux à 0% après des années de politique de taux directeurs négatifs (fourchette de -0.1% à 0% depuis 2016).

Fig. 1: Japon: taux directeurs

Source: Barclays

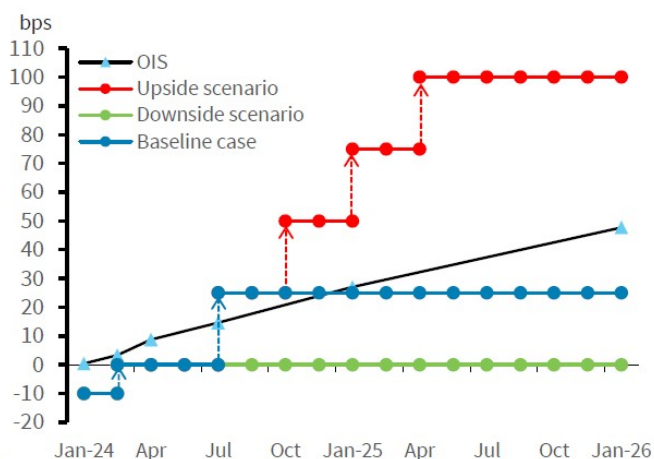
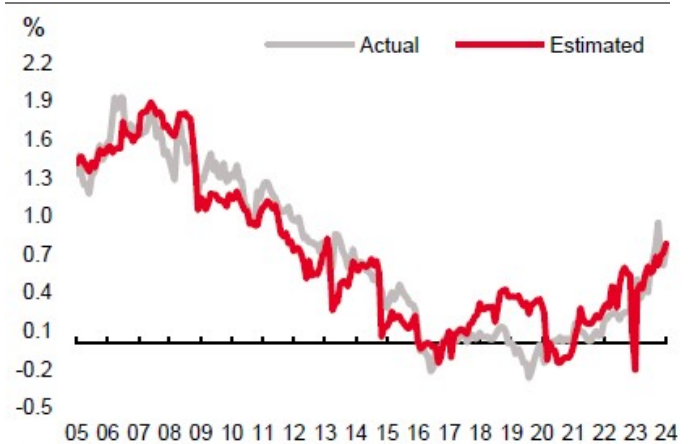


Fig. 2: Japon: taux 10 ans bons d'Etat

Source : SG



Par ailleurs, la BoJ a également annoncé la fin du contrôle de la courbe des taux (Yield Curve Control ou YCC), ce qui devrait se traduire par une révision des achats d'actifs, en particulier les bons du trésor, au cours des prochains mois. L'objectif de taux inférieurs à 1% pour les obligations d'Etat est donc aboli après 14 ans de pratique. Que s'est-il passé ces derniers mois pour que la politique monétaire soit modifiée aussi profondément?

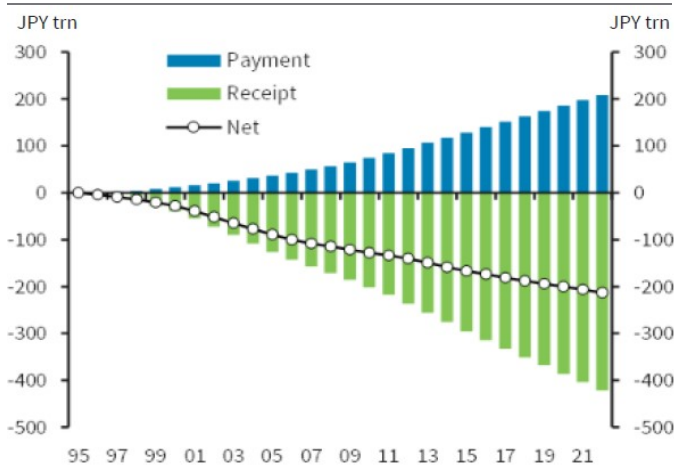
**Fin de la déflation**

La remontée de l'inflation à près de 2.5% sur un an au cours des derniers mois est la principale raison du revirement de la politique monétaire. Après des années de déflation, l'économie japonaise semble enfin sortir du cycle de baisse des prix et des salaires qui ont fortement impacté la demande intérieure. Depuis près de 20 ans, structurellement, l'offre a excédé la demande, provoquant un repli des prix à la consommation. Mais, avec le rebond des prix mondiaux (à la suite de la crise du Covid et avec l'invasion de l'Ukraine), l'inflation a accéléré, et les salaires progressent enfin, tirés également par les pénuries de main d'œuvre. Les grandes entreprises ont déjà annoncé des relèvements de salaire entre 5% et 10% pour 2024. Mais ces hausses de salaire ne se sont pas encore étendues aux PME-PMI.



Fig.3 : Japon: pertes des ménages en flux financiers

Source : Barclays



Dans tous les cas, le gouvernement espère la poursuite de la hausse des salaires pour dynamiser la consommation des ménages et la demande intérieure. Seul problème, la hausse des prix à la consommation est générée principalement par la hausse des prix des produits importés suite à la dévaluation du yen et pas de manière interne, du moins jusqu'à présent.

### Un yen faible qui tire les exportations

Grace à une politique monétaire très expansive et des taux d'intérêt très bas par rapport aux pays de l'OCDE, le yen japonais s'est fortement dévalué ces derniers mois face au dollar, passant de 130 yens pour un dollar à plus de 150, soit une dévaluation de plus de 15%. Malgré le relèvement des taux directeurs fin mars, le yen a continué de se déprécier face au dollar ces derniers jours, les taux étant toujours plus rémunérateurs sur le dollar et sur l'euro que sur le yen. Dans un contexte d'une économie très exportatrice, la faiblesse du yen a donné un avantage compétitif aux grandes entreprises japonaises qui ont vu leur volume d'exportations progresser fortement au cours des derniers mois, ce qui a tiré la croissance du PIB en 2023. Ce dernier a progressé de 1.9%, plus que la moyenne des pays avancés (1.6%) et plus du double de la croissance européenne. Par ailleurs, les bonnes performances des exportations ont permis aux entreprises nippones de réaliser des performances financières excellentes. Mais la poursuite de la baisse du yen inquiète les autorités monétaires car il est source d'une fuite de capitaux. Dans tous les cas, sans relèvement significatif des taux directeurs au Japon et / ou d'une baisse des taux par la Réserve fédérale, le yen devrait rester faible, ce qui devrait encore soutenir les exportations cette année.

### Population active en recul et investissements massifs dans la robotisation

Un des principaux problèmes du Japon reste le vieillissement de sa population, la faiblesse de la natalité et la baisse de la population active. Selon un institut de recherche économique, en 2040 il pourrait manquer 11 millions de travailleurs. Bien que le gouvernement ait autorisé plus d'immigration (il y a 2 millions d'étrangers sur une population totale de 123.3 millions), cela ne pourra pas compenser le repli de la population active. Pour parer à cette pénurie, les entreprises ont déjà élargi les recrutements avec l'embauche de davantage de femmes et de personnes âgées autorisées à travailler jusqu'à 70 ans, voire au-delà. Dans le secteur de la distribution, les premiers supermarchés sans personnel vont ouvrir. Ils pourront être contrôlés à distance et le nettoyage est effectué par des robots. Dans le secteur de l'agriculture, où plus de 40% de la main d'œuvre a plus de 75 ans, la robotisation est également en marche avec des robots en charge de la récolte (par exemple pour les tomates) et du transport des marchandises. Dans l'industrie, la robotisation est déjà une réalité, mais l'apport de l'IA devrait encore accroître les investissements dans ce domaine, y compris dans les PME. Les investissements dans la transformation numérique ont progressé de 23% en 2023 selon l'enquête de Nihon Keizai. Le gouvernement n'est pas en reste avec le programme Society 5.0 qui aide et subventionne ces investissements. Le manque de main d'œuvre et le recul de la population active ne devraient donc pas être un frein à la croissance économique au cours des prochaines années.

Le début de la normalisation monétaire et la fin probable de la déflation signalent sans doute le début d'une nouvelle période de croissance économique pour le Japon.

Fig.4: Japon: pénurie de main d'œuvre et salaires

Source : Barclays

