

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



8 mars 2017

## Croissance modérée au Japon soutenue par la reprise mondiale

**Le Japon profite de la reprise du cycle mondial. La faiblesse attendue du yen peut durer. Les exportations reprennent. Faible demande intérieure. Perspectives positives pour le Nikkei.**

### Points clés

- Le PIB japonais a progressé de +0.3% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2016
- Les exportations soutiennent la relance
- La demande intérieure reste trop faible
- Le PIB devrait avancer de +1.5% en 2017
- Indicateurs avancés plus optimistes que la production industrielle
- L'affaiblissement attendu du yen s'est en partie matérialisé
- Le spectre de la déflation s'éloigne avec la baisse du yen
- Politique monétaire stable
- Pas de perspectives pour les obligations
- Le consommateur japonais reste hésitant
- Les profits des entreprises japonaises s'envolent
- Le Nikkei en quête d'un nouveau catalyseur

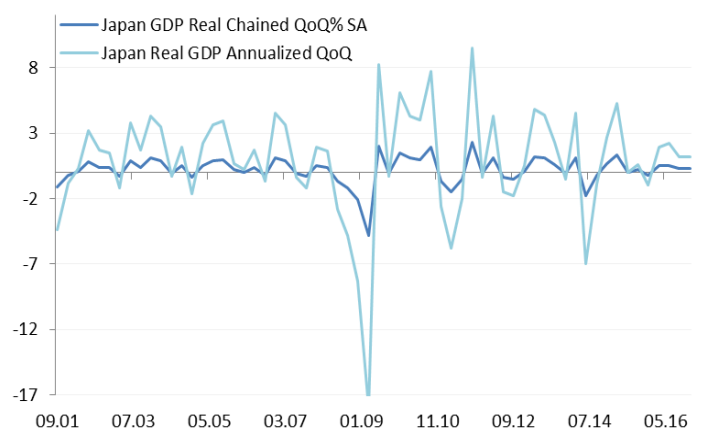
### Le PIB japonais a progressé de +0.3% au 4<sup>ème</sup> trimestre et devrait avancer de +1.5% en 2017

La révision des chiffres de croissance du 4<sup>ème</sup> trimestre (+0.3%) montre des résultats meilleurs que ceux estimés initialement. La hausse du PIB japonais a été soutenue par une reprise des exportations dans un contexte encore faible pour la demande intérieure. La progression sur l'année est globalement satisfaisante (+1.2%) et meilleure que ne le laissent envisager les premières estimations. Le PIB enregistre ainsi sa quatrième progression trimestrielle consécutive. Malgré ce résultat finalement plutôt positif, le sentiment général reste toujours hésitant. La correction attendue de la valeur du yen contre dollar, qui s'est concrétisée après l'élection américaine, a certainement contribué très positivement à la relance des exportations comme nous l'attendions.

Une stabilisation du taux de change au niveau actuel serait certainement très favorable à l'économie japonaise. Mais la reprise des profits des entreprises, qui était par ailleurs attendue par le gouvernement pour initier une hausse des salaires et une relance de la consommation, se concrétise sans impact immédiat sur les salaires. Il n'est en effet pas évident, malgré un taux de chômage historiquement bas, pour les entreprises de modifier rapidement leurs politiques salariales. Une action en ce sens soutiendrait de fait la demande intérieure actuellement en manque de catalyseur.

La croissance du PIB au 4<sup>ème</sup> trimestre était donc essentiellement tirée par les exportations dont la contribution s'est élevée à +0.2%, alors que la consommation privée était inchangée. La reprise japonaise semble donc encore très dépendante des exportations, ce qui est relativement peu surprenant et plutôt typique de l'économie nippone. C'est en effet la relance du cycle conjoncturel international qui pousse la demande externe et soutient la croissance des exportations.

### PIB (trimestriel et annuel)



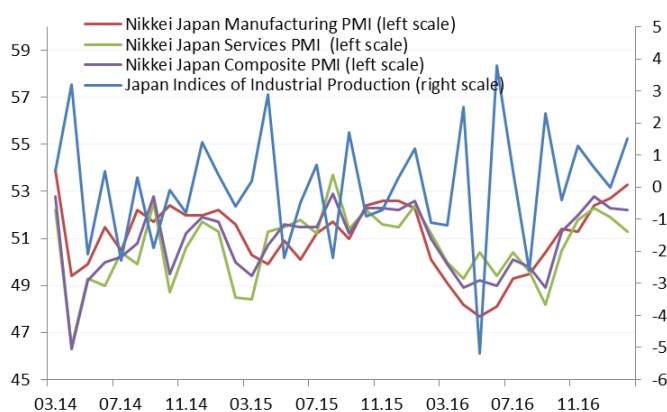
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La croissance des dépenses d'investissement de +2% a par ailleurs été supérieure aux estimations. La problématique de l'économie japonaise reste donc dépendante de la faiblesse persistante de la demande intérieure, malgré les politiques de soutien conjoncturel décidées par le gouvernement Abe. La consommation privée, qui représente au Japon toujours près de 60% du PIB, reste largement anémique en début 2017. Du côté des dépenses publiques, la croissance est restée faible (+0.3%) et n'a que peu contribué au développement économique. Il semble aujourd'hui encore peu probable d'assister à une relance de la demande domestique au Japon qui ne soit pas directement ou indirectement liée à une meilleure performance des secteurs exportateurs, induite par l'amélioration préalable de la demande externe. En ce sens, la faiblesse du yen et la reprise du cycle conjoncturel mondial devraient être en 2017 les facteurs clés favorisant une prochaine accélération de la croissance économique japonaise.

### Indicateurs avancés plus optimistes que la production industrielle

La production industrielle a fléchi de -0.8% en janvier, pour la première fois après six mois de progression. Sur un an, la tendance est tout de même nette (+3.2%). Compte tenu des derniers mois plutôt solides, cette surprise à court terme ne devrait pas être inquiétante, mais la volatilité de cette statistique suggère toujours une forte dépendance à la demande externe. Une bonne tenue des ventes de véhicules en fin d'année sur le plan mondial pouvait laisser entrevoir de nouvelles progressions de la production et des exportations, mais la production de véhicules a en fait plutôt baissé en début d'année au Japon, malgré une avance de +4.2% sur un an. Les indicateurs avancés sont pourtant plus solides depuis plusieurs mois.

#### Indices PMI et production industrielle



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

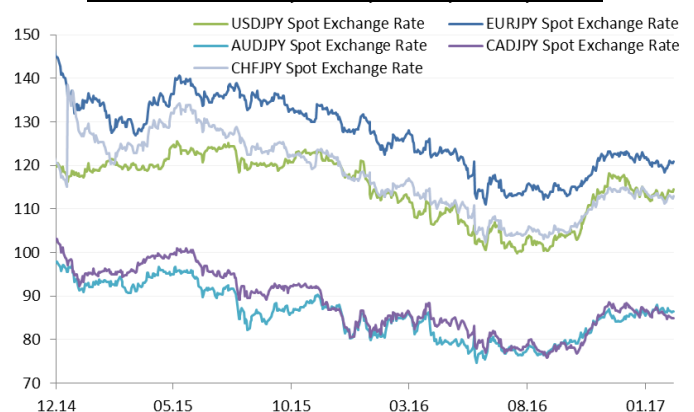
Les indices PMI manufacturiers en constante reprise depuis le mois de juin, passant de 48 à 53.3 en février,

profitent des meilleures perspectives liées à la chute du yen. L'indice PMI des services (51.3) a fléchi en janvier mais reste au-dessus de 50, comme l'indice PMI composite (53.3), à nouveau très au-dessus de son niveau de décembre de 52.4. Cette tendance à l'amélioration future des conditions économiques est aussi confirmée par l'indicateur avancé du cycle des affaires, qui retrouve lui aussi une valeur positive (105.5) la plus élevée depuis novembre 2015.

### Le yen peut encore s'affaiblir

La hausse du yen au début de l'année 2016 ne reposait selon nous que sur quelques arguments fondamentaux. Les excédents des comptes courants et de la balance commerciale, qui se sont essentiellement reconstitués en 2015 et au début de l'année 2016, pour retrouver les valeurs hautes des dix dernières années, ont certainement joué un rôle essentiel dans l'appréciation de la devise nipponne. Mais la politique gouvernementale visait au contraire à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux de croissance des PIB et des taux d'intérêt militaient déjà pour une baisse de la devise japonaise. La perspective d'une hausse des taux aux Etats-Unis aurait déjà dû pousser le yen à la baisse au début de l'année, mais les craintes de ralentissement conjoncturel mondial ont certainement soutenu la devise, alors même que les flux de fonds étrangers sortaient plutôt du pays. La fin de la récession au Japon a aussi joué un rôle positif, mais la faiblesse de la reprise ne nous semblait pas de nature à justifier une revalorisation significative de la monnaie. Depuis l'élection de Donald Trump, la future politique des Etats-Unis est perçue comme peut-être plus agressive sur le plan commercial et globalement plus favorable au dollar. Si la devise japonaise avait déjà très nettement entamé une phase de stabilisation à 100 yen pour 1 dollar, le changement de paradigme aux Etats-Unis a clairement apporté un soutien important à la dévalorisation du yen. L'affaiblissement du taux de change était l'un des éléments clés de la politique suivie par le gouvernement pour relancer l'inflation et les exportations.

#### Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La dynamique qui s'est mise en place devrait donc se poursuivre. Nous estimons il y a quelques mois que le yen devait revenir à un niveau de 115, c'est désormais le cas. La correction attendue de la devise pourrait encore pousser le yen un peu plus loin vers 120 yen pour 1 dollar dans l'attente d'une reprise plus nette du PIB japonais.

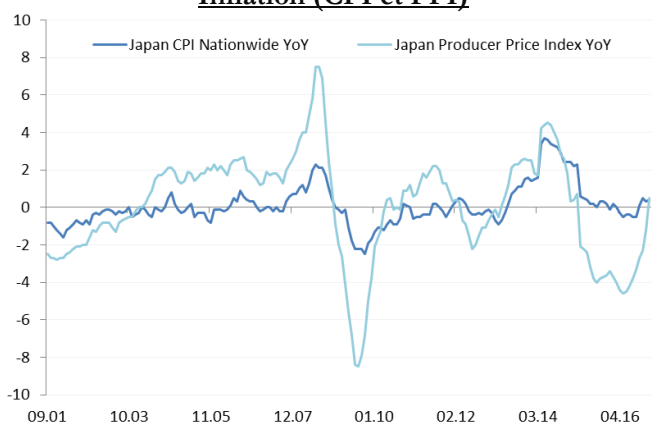
### Le spectre de la déflation s'éloigne avec la baisse du yen

La déflation n'est pas encore totalement vaincue au Japon, mais les premiers signes de reprise des indices de prix, déjà constatés en novembre 2016, se sont ensuite renforcés au cours des derniers mois. L'indice CPI national montre une petite progression des prix de +0.4% en janvier sur un an, soit une hausse supérieure à celle de l'indice hors alimentation et énergie en hausse de +0.2%. L'inflation sous-jacente en janvier était plus élevée qu'attendu et les prix à la production pointent aussi vers le début de la reflation.

On est encore loin des 2% d'inflation attendus par le gouvernement. Mais la tendance est peut-être enfin en phase de retournement. La BOJ ne peut donc certainement pas encore se réjouir, mais ses tentatives de reflation par la baisse du yen ont enfin une chance d'aboutir au moment même où elle bénéficiera des effets additionnels provoqués par la hausse des cours du brut.

Le premier trimestre 2017 devrait donc voir une poursuite de la hausse des indices de prix au Japon.

#### Inflation (CPI et PPI)



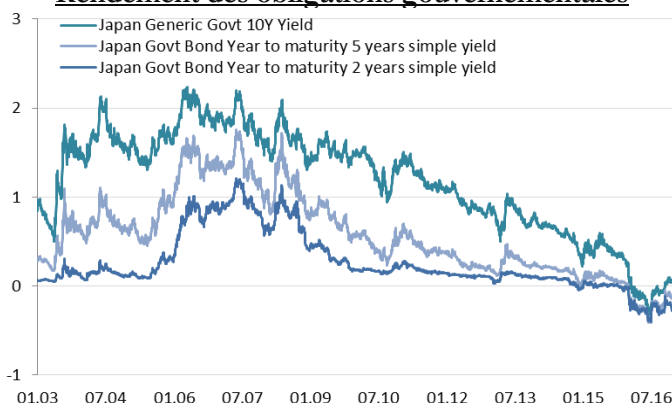
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Du côté des prix à la production, la hausse de janvier dans le segment des services n'est toujours que de +0.5% sur un an, mais globalement l'indice PPI est largement sorti de la zone déflationniste en repassant au-dessus de zéro en ce début d'année (+0.5% en février) après avoir connu en mai une contraction annuelle de -4.6%.

### Politique monétaire stable, pas de perspectives positives pour les obligations en yen

Le changement de situation sur le plan de l'inflation est encore un phénomène trop récent et de trop faible amplitude pour avoir un impact sérieux sur les taux d'intérêt. Si la tendance haussière des taux longs du gouvernement est indéniable depuis juillet 2016, l'amplitude du mouvement reste tout à fait contenue.

#### Rendement des obligations gouvernementales



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le rebond des taux longs gouvernementaux en yen de -0.3%, correspondant au niveau plancher atteint juste après le Brexit, à +0.1% en décembre, s'est essentiellement consolidé en début d'année 2017. Le marché obligataire japonais n'offre pour l'instant toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger. Dans ce contexte, la BOJ maintiendra ces prochains mois sa stratégie monétaire basée sur un taux directeur négatif de -0.1% et un programme de rachat d'actifs flexible permettant de mieux encadrer les rendements des obligations, et notamment d'empêcher un glissement en terrain négatif des taux longs (QQE with Yield Curve Control).

### Le consommateur japonais reste hésitant

La confiance des ménages reste élevée (43.1) au 1<sup>er</sup> trimestre 2017, son plus haut niveau depuis 2013 et en net rebond du plus bas d'avril 2014 (37). Le taux de chômage n'en finit pas de glisser et atteint désormais 3%, peut-être déjà un seuil proche du plein emploi. Le ratio des emplois disponibles par demandeur d'emploi était de 1.43 en janvier, indiquant clairement que les tensions sur le marché du travail sont sur le point de s'intensifier. Le revenu du travail progresse d'ailleurs de concert, même si l'on n'assiste pas encore véritablement à des hausses généralisées de salaires. Le revenu disponible réel des ménages a parallèlement progressé de +0.7%. Par ailleurs, les espoirs de hausse des profits des entreprises devraient également constituer un facteur positif pour les salaires et la sécurité de l'emploi. Les ménages japonais ont pourtant



diminué leurs dépenses en janvier. Cette contraction de -1.2% sur un an n'est peut-être pas si négative, car contrairement aux ventes de véhicules et de l'immobilier, les dépenses des ménages ont toutefois légèrement progressé de +0.3%. Nous estimons toutefois que les conditions économiques évoluent favorablement pour provoquer une relance raisonnable de la consommation en 2017.

### Dépenses des ménages et confiance des consommateurs

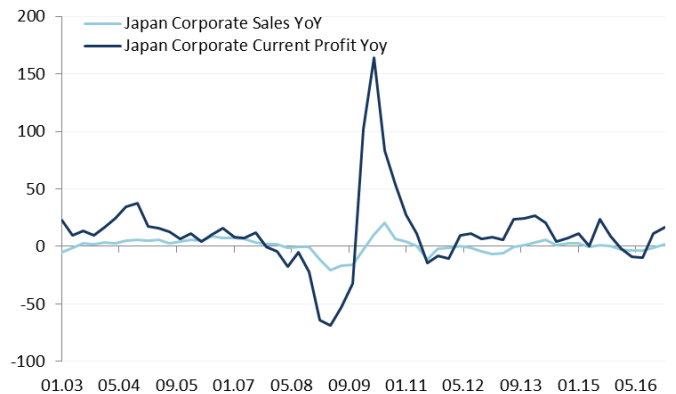


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### Le Nikkei en quête d'un nouveau catalyseur

Depuis quelques trimestres, nous estimons qu'il est toujours probable de voir une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones en raison essentiellement de la reprise du cycle économique mondial et de l'affaiblissement du yen. Au 4<sup>ème</sup> trimestre 2016, les entreprises japonaises ont effectivement vu leurs profits bondir de 17 à 20.7 trillions de yen. La baisse du yen aura clairement été un facteur essentiel du regain d'intérêt des investisseurs pour le marché des actions. Nous avons déjà évoqué il y a quelques mois qu'une baisse du yen serait sans doute le facteur le plus déterminant dans la prochaine phase de hausse de l'indice Nikkei pouvant pousser les valeurs japonaises vers leurs plus hauts niveaux atteints en 2015.

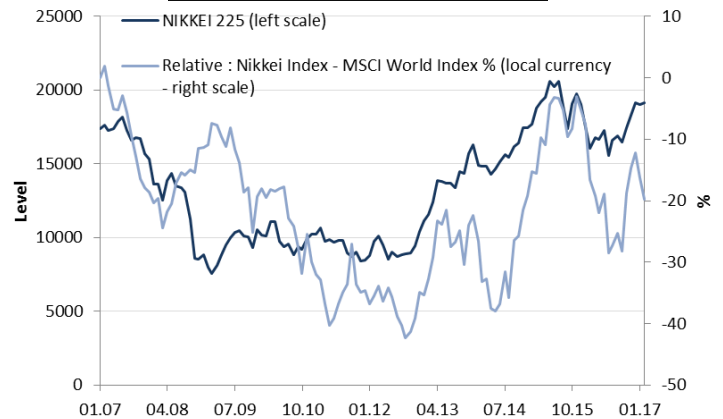
### Croissance des profits et des ventes des entreprises



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Nous indiquons aussi que la bourse japonaise profiterait des espoirs d'une relance des exportations et de l'activité économique internationale pour retrouver les sommets atteints au cours de l'été 2015 à 21'000 points sur l'indice Nikkei. Cette progression sera toutefois tributaire d'une poursuite de l'affaiblissement de la devise vers le niveau de 120 yen pour 1 dollar. Le risque monétaire est donc à prendre en considération dans une exposition globale aux valeurs japonaises. Nous recommandons une prise en compte du risque de correction du yen dans la gestion de l'exposition aux titres japonais. A 16.7x les profits de 2017-2018, le marché offre des opportunités de surprises positives et de réajustement des anticipations. Une revalorisation des perspectives boursières pour le marché soutiendra certainement la progression des cours en 2017.

### Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
Rue Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch