



La BOJ s'abstiendra après la hausse surprise du PIB de +1.9%

Croissance surprise du PIB. Hausse de la TVA reportée. Taux d'intérêt toujours plus négatifs indispensables. L'appréciation du yen est insoutenable. Rebond des actions encore reporté.

Points clés

- Croissance surprise du PIB japonais au 1^{er} trimestre de +0.5% et +1.9% sur un an
- Hausse de la TVA à nouveau reportée de 2-3 ans
- La consommation reste relativement anémique
- Faibles espoirs de rebond durable de l'activité économique
- Indicateurs avancés pourtant plus positifs
- La BOJ contrainte d'agir pour relancer la croissance
- Politique de taux d'intérêt négatifs plus intense
- L'objectif d'inflation s'éloigne
- Nouveau renversement du solde commercial
- Rachats d'actions favorisés par les taux négatifs
- Hausse du marché actions encore reportée
- La hausse de 12% du yen en 2016 atteint un niveau insoutenable

pour justifier un statu quo de sa politique jusqu'au 28-29 juillet, après les élections de la chambre haute du 10 juillet. Celle-ci ne sera donc sans doute pas modifiée les 15-16 juin prochain.

C'est donc certainement uniquement une question de semaines avant que la banque centrale du Japon n'annonce un renforcement de sa politique de taux d'intérêt négatifs (actuellement -0.1%) et de ses achats d'actifs, notamment d'ETF et d'obligations. Cette politique de rachats d'actifs qui injecte 80 trillions de yen par an dans l'économie, soit 752 milliards de dollars, pourrait être augmentée à 100 trillions de yen.

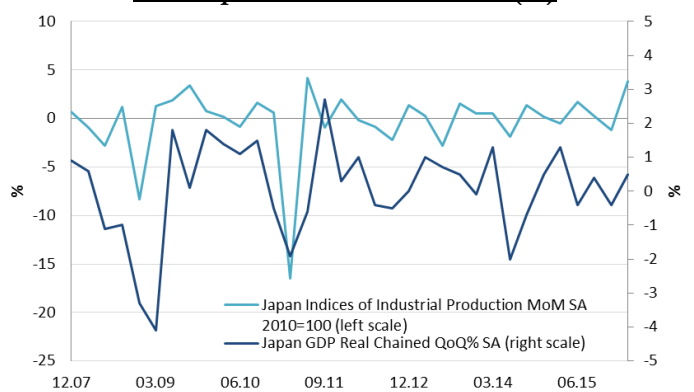
La croissance de +0.5% du PIB au 1^{er} trimestre n'a en effet pas totalement écarté les risques de rechute de l'activité au Japon. La consommation et les investissements restent encore très faibles.

La hausse surprise du PIB japonais au 1^{er} trimestre 2016 réduit la probabilité d'action de la BOJ

Le PIB japonais du 1^{er} trimestre a surpris positivement les observateurs et la révision récente à +0.5% suggère une reprise plus nette qu'attendu de la dynamique économique japonaise. Cela dit, le taux de croissance sur un an de +1.9%, ajusté pour les variations saisonnières, semble impressionnant en comparaison internationale et dans le contexte économique global du 1^{er} trimestre plutôt indécis. La croissance publiée a été nettement influencée par une baisse des importations.

La BOJ (Bank of Japan) pourrait considérer ces statistiques comme suffisamment encourageantes

PIB et production industrielle (%)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le parlement japonais avait pourtant voté un budget record pour l'exercice fiscal 2016-2017 sous la pression de statistiques économiques précédentes décevantes. Les parlementaires avaient accepté un budget exceptionnel de près de 100'000 milliards de yen soit près de 940 milliards de dollars, alors que l'économie nippone était en contraction au 4^{ème} trimestre 2015 (-1.1%). Ce budget

record est encore indispensable pour soutenir la consommation notamment. Mais les bons résultats du 1^{er} trimestre ne devraient pas remettre en question la taille de ce stimulus fiscal et budgétaire voulu par le premier ministre Abe, dont l'optimisme semble aujourd'hui un peu récompensé. Il reste cependant certainement trop confiant en espérant un retour de l'inflation à 2% d'ici la fin de l'année. La hausse du yen de +12% depuis le début de l'année contre le dollar US réduit justement les pressions inflationnistes, mais elle ne nous semble toutefois pas justifiable par l'amélioration surprise du PIB au premier trimestre. Le dollar a ainsi chuté trois fois plus contre le yen qu'il ne s'est déprécié contre l'ensemble des monnaies représentées dans l'indice USD dollar « trade weighted ». Une baisse du yen devrait encore être l'un des objectifs recherchés par la BOJ. Celle-ci agira peut-être en ce sens lors de sa prochaine réunion, en procédant par exemple à un nouvel abaissement des taux négatifs.

TVA encore reportée sans surprise

Toujours confronté à la difficulté de maintenir son soutien à l'économie alors que l'endettement public dépasse déjà 200% du PIB, le premier ministre Abe a finalement annoncé le report de la hausse de la TVA, qui devait permettre une amélioration des finances publiques. Celle-ci avait déjà été reportée en octobre 2015 et restait encore tout à fait inappropriée dans le contexte actuel. Il est probable que cette hausse de la TVA soit encore reportée ultérieurement, on parle de 2 à 3 ans, et qu'elle n'intervienne finalement qu'après une véritable relance conjoncturelle durable.

La consommation reste relativement anémique

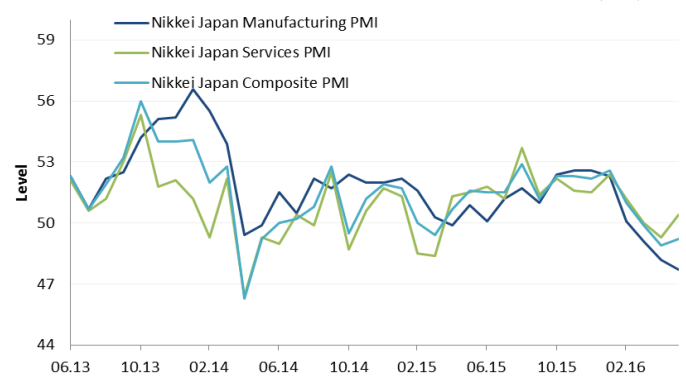
La hausse de +12% du yen depuis janvier et la chute des cours du brut en début d'année n'ont pas donné d'impulsion positive à la consommation. Les dépenses des ménages ont en effet encore décliné de -0.4% en avril après une chute de -5.3% en mars. Le report de TVA décidé par le premier ministre semblait inéluctable alors que la confiance des consommateurs ne parvenait pas à se relever (40.9 en mai). Les ventes de détail des grands magasins sont aussi en chute de -3.8% sur un an confirmant la faiblesse de la consommation. Les hausses de salaires espérées ne se sont pas généralisées en raison de l'affaiblissement des profits enregistrés par les entreprises. Ceux-ci ne sont en effet plus aussi positifs qu'escompté, ils s'affichent même en baisse de -9.3% sur un an. Le taux de chômage reste certes très bas (3.2%), mais les conditions du marché de l'emploi ne font pas état d'une embellie spécifique. La prudence dominera donc encore aussi longtemps sans doute que les salaires ne progresseront pas. Les intentions

d'engagement restent très faibles, seulement 2% des entreprises déclarent vouloir procéder à des engagements pour le 3^{ème} trimestre, c'est 3% de moins qu'en mars. La baisse des profits des entreprises laisse donc encore planer des incertitudes sur leur contribution à soutenir la consommation par une progression du pouvoir d'achat, un facteur pourtant très largement espéré par le gouvernement.

Faible espoir de rebond durable de l'activité

Les indicateurs avancés PMI des services et PMI composite montrent pourtant une amélioration de la situation à venir. La hausse du PMI des services au-dessus de 50 (50.4) est un signe favorable, tandis que le PMI composite progresse (49.2), mais reste encore en-dessous du seuil de croissance. De son côté, la production industrielle peine à se relever et glisse même de -3.5% en avril. Les indicateurs avancés laissent entrevoir une amélioration de la performance économique, mais sans grand enthousiasme.

PMI Composite – Manufacturier-Services (SA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Politique de taux d'intérêts négatifs plus intense

Lors de sa prochaine réunion, la Banque centrale du Japon ne modifiera sans doute pas sa politique monétaire et conservera son taux d'intérêt négatif inchangé.

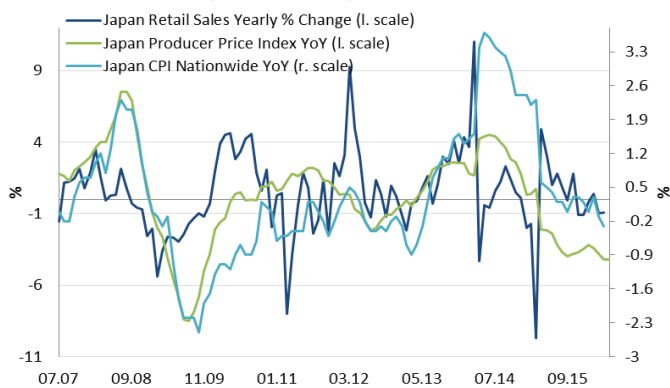
Le gouverneur Haruhiko Kuroda avait pourtant indiqué que la BOJ pourrait théoriquement abaisser de -0.1% à -0.5% son taux directeur, mais cela ne sera sans doute pas pour son prochain conseil de juin. Les chiffres du PIB du 1^{er} trimestre devraient certainement l'encourager à repousser son action au prochain rendez-vous du mois de juillet. Cependant, les pressions haussières sur le yen suggèrent aussi qu'un élargissement des « spreads » de taux d'intérêt soit nécessaire pour que la devise nippone perde un peu de son attrait et fluctue à nouveau dans une bande de variation comprise entre 115 et 125 yens pour un dollar. L'absence de hausse des taux directeurs aux Etats-Unis n'est pas étrangère à cette situation, qui nous

semble devoir être temporaire. Par ailleurs, l'affaiblissement du taux de change est toujours l'un des éléments clés de la politique suivie pour relancer l'inflation.

L'objectif d'inflation s'éloigne

Les derniers chiffres de l'inflation (CPI) font état d'une baisse des prix de -0.3% sur un an (« Core CPI ») en avril. La BOJ est ainsi confrontée à une rechute de l'inflation reportée et des anticipations inflationnistes. Le rebond des dernières semaines des cours du brut pourraient jouer enfin un rôle positif, mais la hausse du yen devrait compenser en partie ses effets.

Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La nouvelle mesure du CPI de la BOJ excluant l'alimentation et l'énergie serait en hausse de +0.9%, mais on reste loin encore de l'objectif fixé de +2%.

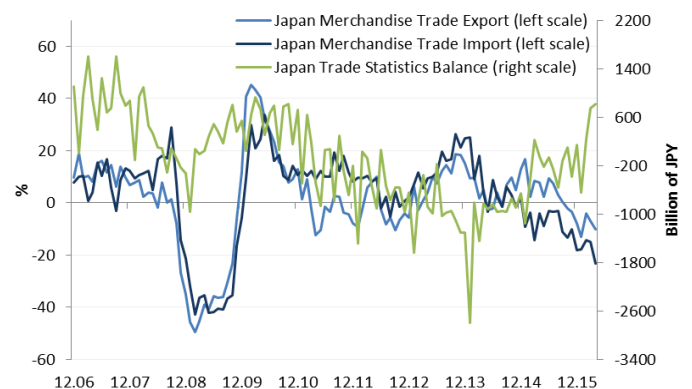
Cette cause structurelle n'étant que peu évolutive, la politique monétaire expansionniste, même durable, ne parvient pas à changer les conditions en place. Les prochains mois seront encore difficiles pour l'économie japonaise. Depuis le lancement du QQE de Haruhiko Kuroda, la banque centrale a injecté plus de 200 trillions de yens dans l'économie. Une part très importante de ces injections est pourtant retournée vers la BOJ sous la forme de dépôts bancaires et n'est jamais parvenue à l'économie réelle. Au Japon, l'introduction de taux d'intérêts négatifs de -0.1% sur les réserves de banques auprès de la BOJ visait justement à provoquer un changement d'attitude des banques. Si cette mesure ne semble pas encore très efficace, la BOJ devrait cependant considérer qu'elle est une extension importante de son programme actuel de QQE et la renforcer au cours des prochains mois par un abaissement plus substantiel de -0.1% à -0.3%. La politique de taux d'intérêts négatifs de la BOJ se distingue déjà par une composante variable non existante dans les modèles européens et suisse en particulier. En Suisse, le montant de réserve en dépôt

auprès de la banque centrale exempté du prélèvement d'un taux d'intérêt négatif est fixe. Le système mis en place par la BOJ implique une relation avec le programme de QQE. Le montant augmente lorsque le QQE augmente le solde de la balance courante. L'introduction de taux négatifs a donc très rapidement affecté le secteur bancaire et les titres cotés en bourse.

Nouveau renversement du solde commercial

La balance commerciale était encore en hausse en avril à 823.5 milliards de yen, mais selon les chiffres préliminaires du ministère des finances pour le mois de mai, celle-ci s'enfoncerait à nouveau dans le rouge sous la pression de la chute des exportations après quelques mois de croissance seulement. Le nouveau déficit s'afficherait à 574 milliards de yens (5.5 milliards de dollars).

Balance commerciale Mrds de JPY



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Rachats d'actions favorisés par les taux négatifs

Nous l'avions déjà évoqué, les taux négatifs encouragent les sociétés japonaises et les banques à racheter leurs titres. Les sociétés japonaises disposant de liquidités seront en effet toujours un peu plus tentées de racheter leurs titres au moment où la croissance des profits marque le pas après une année 2015 positive (+15%) et une année 2016 en berne. On estime à près de 650 milliards de dollars la trésorerie globale accumulée par les sociétés cotées (hors banques et services publics). Le ratio fonds étrangers/fonds propres est à un plus bas historique (environ 40%). Il rebondira dans le contexte de rachat de titres, l'une des rares stratégies permettant d'augmenter le ROE dans le contexte de croissance nulle de l'économie. Le niveau particulièrement attrayant du ratio « prix/valeur comptable » est aussi un facteur pouvant motiver les entreprises à procéder à des rachats d'actions. On estime à près de 50% la proportion de titres de la bourse japonaise se traitant en-dessous de leur valeur comptable.

Hausse du marché actions encore reportée

Le marché japonais a sous-performé la plupart des marchés développés en 2016 en monnaies locales et en USD. Il se situe encore en retrait de -16.68% depuis le début de l'année en JPY (-5.5% en USD), alors que les actions internationales sont justes positives en USD. La correction du Nikkei a été supérieure par son ampleur et le rebond en cours manque encore de vigueur. En termes de valorisation relative, c'est effectivement le ratio « prix/valeur comptable » qui parle le plus en faveur des actions japonaises. Le Nikkei se traite à 1.27 fois la valeur comptable, pour un équivalent de 2.47x pour le S&P500 ou 2.11x pour le SMI, tandis que les valeurs européennes ont une valorisation similaire (1.20x).

Marché actions japonais – Nikkei 225



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché des actions pourrait naturellement réagir positivement à un changement de perspectives de croissance et d'inflation. Mais nous l'avons vu, nous n'attendons pas de surprises très positives et la hausse du yen repousse encore un peu les espoirs. Les investisseurs étrangers délaissent le marché japonais dans cet environnement peu encourageant, les flux de fonds ont ainsi diminué en mai.

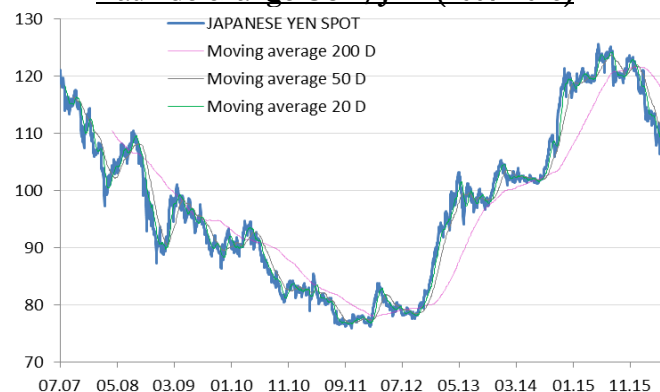
Le yen atteint un niveau insoutenable

Nous pensons que la hausse du yen n'est pas soutenable pour l'économie japonaise et anticipons une correction qui devrait replacer le yen dans sa bande de fluctuation de 116 à 126 contre le dollar.

Sur le plan intérieur, cette faiblesse du yen devrait être accompagnée d'une nouvelle baisse des taux directeurs de -0.1% à -0.3% et de l'annonce d'un programme de relance mixte fondé sur des programmes budgétaires complémentaires, une fiscalité plus performante et des rachats d'actifs plus intenses.

La BOJ agira pour contrer la hausse du yen. La décision de la Fed le 15 juin pourrait donc bien influencer la BOJ. Une absence de hausse de taux aux Etats-Unis serait certainement l'élément déclencheur d'une action de la BOJ visant à affaiblir le yen. Dans le cas contraire, celle-ci restera sans doute en retrait.

Taux de change USD/JPY (2007-2016)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Le PIB surprend par une hausse de +0.5% au 1^{er} trimestre, mais l'absence de résultat sur l'inflation provoquera une réaction des autorités monétaires et du gouvernement.

Une action de la BOJ est indispensable pour stopper la hausse du yen et stabiliser la devise.

Une condition indispensable à une prochaine hausse des actions japonaises.

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