



Profits records des sociétés japonaises malgré un PIB décevant

Le PIB déçoit au 2^{ème} trimestre. Les inquiétudes liées à la Chine semblent exagérées. Le Yen devrait se stabiliser. Nouvelles opportunités d'investissement sur le marché actions.

Points clés

- Le PIB japonais déçoit au 2^{ème} trimestre
- Les exportations ne sont pas à la hauteur des attentes malgré une hausse de +4.6% en juillet
- La balance commerciale profite de la baisse des importations et des coûts de l'énergie
- Hausse massive de l'excédent des comptes courants à 1'808 milliards de yens sur un an
- Nouvelles économiques mitigées durant l'été
- L'économie japonaise devrait éviter un retour en récession
- Les autorités monétaires restent confiantes mais un nouveau plan de stimulation nous semble nécessaire
- Stabilisation du yen contre dollar entre 120 et 125
- Profits des entreprises au plus haut historique
- Une hausse des valeurs japonaises à 21'000 points semble probable

Le PIB déçoit, mais le Japon devrait éviter un retour en récession au 3^{ème} trimestre

Après les chiffres du 1^{er} trimestre qui laissaient entrevoir le bout du tunnel pour l'économie du Soleil levant, grâce à une progression de +1% du PIB et une hausse de +3.9% sur un an, la performance du 2^{ème} trimestre relance les incertitudes, même après une révision positive de la croissance.

Le PIB révisé du Japon fait en effet état d'une contraction de -1.2% de l'économie, après ajustement des facteurs saisonniers.

Ce résultat est un peu meilleur que la première publication de -1.6% et du consensus (-1.8%), mais il est loin de rassurer les investisseurs sur la

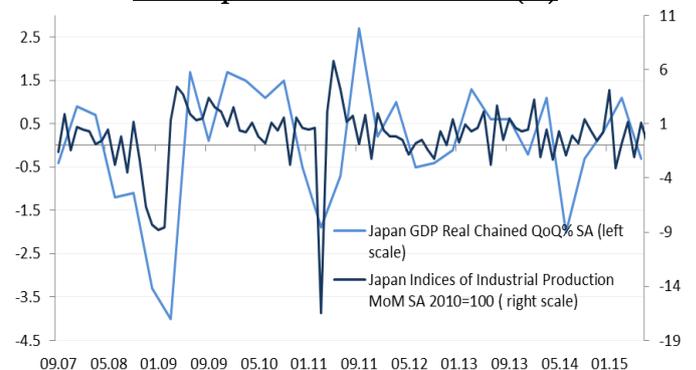
capacité de l'économie japonaise à s'installer durablement dans un cycle de croissance proche des +2% attendus par les autorités monétaires.

C'est essentiellement l'inclusion de nouvelles statistiques concernant les investissements privés et les inventaires qui a permis l'amélioration du chiffre publié. La consommation est restée relativement faible, en déclin de -0.7%, tandis que le commerce extérieur montrait un résultat un peu inférieur à celui initialement publié. La déception reste intense sur le segment des exportations, qui n'a pas eu la croissance attendue, alors que les importations étaient révisées à la hausse.

Le 2^{ème} trimestre n'était donc pas encore celui du renversement de tendance attendu. Nous relevons il y a quelques mois que si la patience était une vertu asiatique, il en faudrait encore avant de pouvoir vraiment voir le PIB japonais décoller.

Les derniers chiffres du second trimestre confirment donc cette prévision et n'apportent pas beaucoup d'espoir pour un renversement de tendance rapide au 3^{ème} trimestre.

PIB et production industrielle (%)



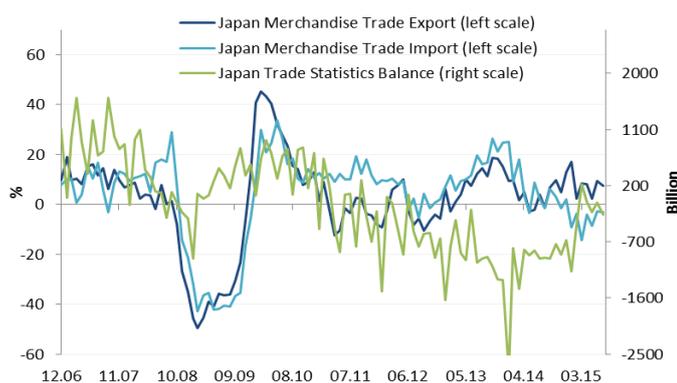
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

D'autant qu'il nous semble effectivement que les facteurs ayant pesé sur les résultats du 2^{ème} trimestre pourraient

bien encore retenir un peu l'envol de l'économie japonaise au 3^{ème} trimestre.

Les espoirs de relance se fondant sur le secteur des exportations ont été en partie déçus ces derniers mois par des données mitigées sur la production industrielle et les exportations de produits finis notamment, bien que les exportations de biens durables et de biens d'équipement aient été satisfaisantes.

Balance commerciale Mrds de JPY



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nouvelles économiques mitigées durant l'été

Les exportations de marchandises ont progressé de +4.6% en juillet, alors que les importations tombaient de -6.5% sous l'effet de la chute des cours du brut.

Le déficit commercial du segment marchandises s'est ainsi fortement réduit de 850 à 108 Mrd de yens sur un an. Le segment des services profitait notamment de la baisse du yen, favorisant l'afflux de touristes au Japon et voyait ainsi son déficit chuter de 450 à 185 Mrd de yens pour la même période de 2014. Le solde des comptes courants du Japon affiche donc un excédent de 1'808 Mrd de yens en juillet, soit plus de quatre fois plus que l'excédent enregistré à la même période de l'année 2014, sous l'impulsion notamment de la baisse des coûts de l'énergie.

Certains signes positifs ont aussi été constatés sur le plan des salaires et qui viennent renforcer quelque peu la vision favorable présentée par l'évolution du revenu disponible des ménages, en très nette progression déjà depuis l'été 2014.

La hausse de l'épargne freine pour l'heure la consommation, mais cette épargne de précaution, dans un contexte de faible taux de chômage (3.3%), ne nous semble pas durable.

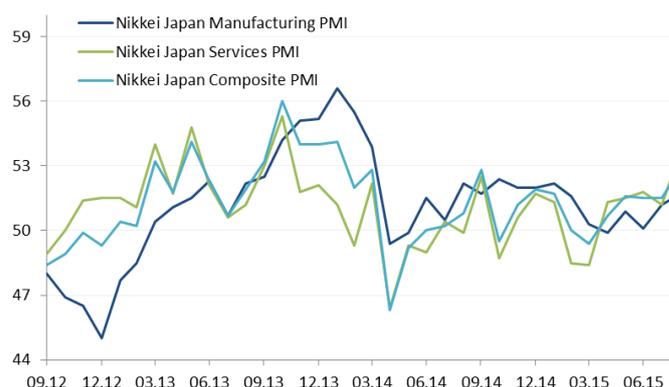
On devrait donc plutôt assister à une relance de la consommation des ménages dans les prochains mois ainsi qu'à une reprise conjoncturelle.

Parmi les dernières nouvelles économiques, la production industrielle de juillet était en baisse de -0.6% et les commandes de machines (-3.6% en juillet) restaient en retrait des estimations (+2.8% contre +10.3% attendus sur un an). Ce dernier indicateur est souvent considéré comme un indicateur avancé des dépenses d'investissement des entreprises. Le segment « core machine order » du secteur privé est moins volatile et suggère que les dépenses de CAPEX pourraient encore décevoir au 3^{ème} trimestre.

Cependant, le taux d'utilisation des capacités est resté élevé en juillet en comparaison historique dans la plupart des segments de production, ce qui supporte plutôt l'idée d'une relance de l'investissement au cours des prochains trimestres. Du côté des consommateurs, l'indice de confiance était un peu meilleur en août (hausse de 40.3 à 41.7) avec l'évolution du taux de chômage à seulement 3.3% et un ratio de poste disponible par chercheur d'emploi au plus haut depuis 1992 à 120%. L'inflation est restée absente en juillet (+0.1%), alors que les prix à la production glissaient de -0.6%.

Les indicateurs avancés ont de leur côté plutôt montré une image positive en août grâce à un renforcement de 51.5 à 52.9 de l'indice PMI composite et d'une hausse encore plus nette de 51.2 à 53.7 du segment des services.

PMI Composite – Manufacturier-Services (SA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Entreprises au secours de la consommation ?

Du côté des entreprises, les profits ont atteint leur plus haut niveau depuis les années 80 et dépassent désormais le seuil de 20 trillions de yens au 2^{ème} trimestre, soit 3 trillions de plus qu'au sommet du cycle précédent en 2007.

Cela dit, les dépenses en investissement des entreprises sont restées inférieures à 10 trillions de yens pendant la même période. Nous estimons que les investissements des entreprises pourraient augmenter au cours du prochain semestre et apporter une contribution positive à la croissance. De la même manière, les entreprises pourraient également favoriser leurs collaborateurs en augmentant le niveau moyen des salaires. C'est aussi la vision de la BOJ qui espère que cette dynamique s'installe enfin. Peut-être faudra-t-il encore une nouvelle baisse du chômage et des négociations salariales plus dures avant que celle-ci ne se matérialise.

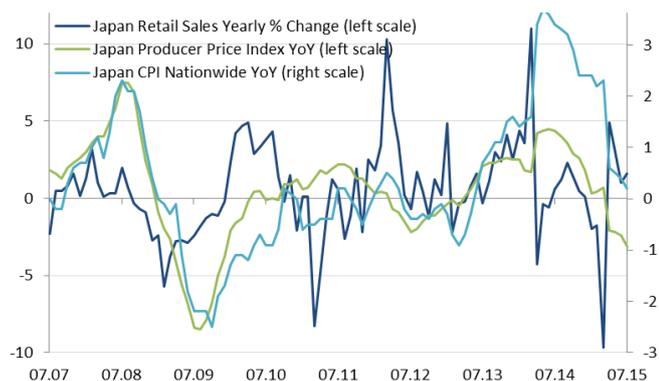
Autorités japonaises toujours confiantes

Les autorités japonaises restent pourtant confiantes et continuent de marteler leur optimisme. Deux ans après le lancement des Abenomics, la croissance ne s'est pourtant toujours pas installée. La chute du yen ne développe toujours pas les effets attendus et l'inflation reste proche de zéro, malgré un objectif toujours fixé à 2%, et des injections de liquidités massives. Le gouverneur de la banque centrale Haruhiko Kuroda espère pourtant toujours que les profits des entreprises et un niveau de chômage très bas se traduiront prochainement par une hausse des salaires et de la consommation des ménages. Les Abenomics peinent effectivement à démontrer leur efficacité. Parmi les volets manquants, de profondes réformes structurelles tardent à être mises en place, même si quelques progrès ont été enregistrés du côté de la gouvernance notamment. Il n'y a toujours pas d'avancée significative sur la question du marché du travail.

L'inflation ne décolle pas et reste un objectif de politique monétaire pour la BOJ

Les injections massives de liquidités opérées depuis 2013 ont de fait à peine sorti l'économie de la déflation, mais les signes inflationnistes restent maigres.

Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les achats de 80 trillions de yens par mois n'ont en réalité pas encore réussi à propulser l'inflation au-dessus de zéro (inflation de base sans énergie et alimentation). Dans le dernier sondage d'août sur la confiance des consommateurs, ceux-ci indiquaient des attentes inflationnistes de +2.7% sur un an, en légère baisse par rapport au trimestre précédent. Ces attentes plutôt élevées sont pourtant inférieures à celles mesurées par un sondage de la BOJ en juin faisant état d'attentes stables à +4.8%.

Du côté des entreprises, les attentes semblent plus partagées ; on dénombre désormais plus d'entreprises prévoyant une baisse des prix de vente que d'entreprises attendant des hausses. Les dernières estimations des économistes ne sont pas plus optimistes et montrent une poursuite du déclin des estimations depuis leur sommet en 2014 à seulement 0.5% sur un an et à peine 1% sur un horizon de deux ans. Par ailleurs, avec la baisse des matières premières et du pétrole en particulier, les pressions déflationnistes réapparaissent.

La patience des autorités ou leur impuissance actuelle pourrait durer quelques mois encore. Mais si aucun progrès notable ne peut être constaté, on assistera certainement à l'annonce de nouvelles mesures du gouverneur de la banque centrale.

Un nouveau programme de soutien attendu avant la fin de l'année

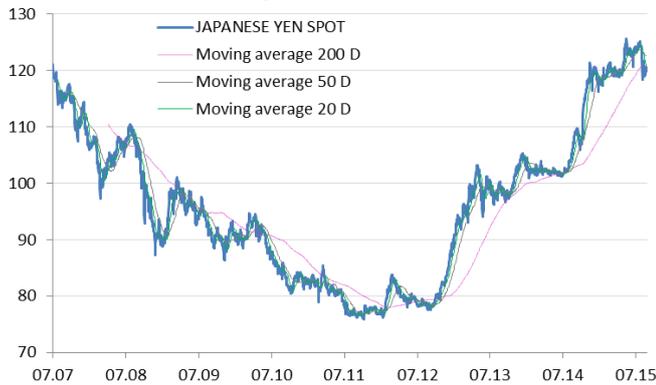
Nous estimons qu'il n'y a que peu de chances que les statistiques montrent une image différente de l'inflation dans un tel contexte au cours des prochaines semaines. Les autorités monétaires en sont certainement conscientes et pourraient ne pas vouloir attendre plus longtemps avant d'agir. Elles pourraient ainsi rapidement – dès leur prochaine réunion à la fin octobre – annoncer de nouvelles mesures de soutien allant d'un élargissement du programme d'achat de titres à de nouvelles mesures de relance conjoncturelles.

Le yen s'apprécie temporairement mais devrait se stabiliser à 120-125 contre le dollar US

En ce qui concerne la devise japonaise, la chute du yen s'est stabilisée depuis plusieurs mois, après deux ans de baisse et un retour du taux de change à celui qui prévalait en juin 2007. Le yen s'était en effet apprécié de 125 à 75 pour un dollar pendant la crise jusqu'en 2011, avant de s'affaiblir massivement au premier semestre 2012, puis ensuite au second semestre 2013, suite au changement radical de politique monétaire. Si dans un premier temps, cette dernière dévaluation favorisait les espoirs de croissance du PIB et des exportateurs nippons, désormais,

le changement de stratégie de la PBOC vient perturber quelque peu la situation.

Taux de change USD/Yen (2007-2015)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

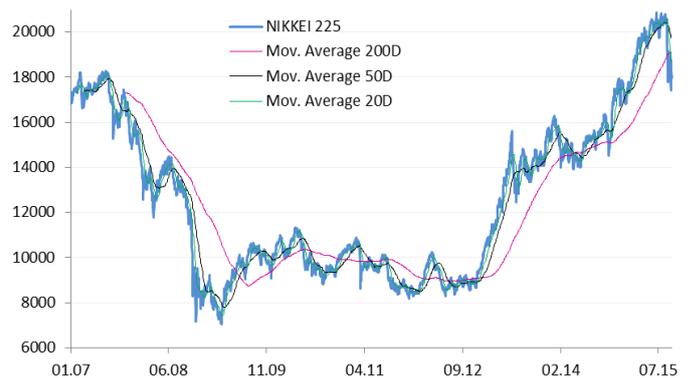
D'autant que la décision de la PBOC de dévaluer d'environ 5% le yuan et les incertitudes qui ont refait surface sur la croissance chinoise ont plutôt favorisé le yen et l'euro au détriment du dollar US dans un premier temps. La légère hausse des taux d'intérêt réels en yens en raison des pressions déflationnistes ne nous semble pas être suffisante pour modifier la tendance à la stabilisation de la devise japonaise autour du niveau central de 120 yens au cours des prochains mois. Les déceptions en matière de croissance et d'inflation sont plutôt de nature à provoquer de nouvelles réactions de la banque centrale qui devraient concourir à un retour de l'affaiblissement du yen.

Actions japonaises pénalisées par les craintes chinoises : opportunité d'achat sur le Nikkei

La chute du marché japonais d'environ -15% n'a pas été supérieure à celle des marchés actions européens en août. La réaction des investisseurs au retour des incertitudes sur la croissance chinoise ont de fait été similaires, malgré l'importance grandissante des liens existants entre les deux plus grandes économies d'Asie. La Chine est devenue un partenaire essentiel pour le Japon, au même titre que les Etats-Unis, puisque les exportations japonaises vers ces deux pays se montent dans les deux cas à plus de 18% du total des exportations du Japon.

Mais il faut relever que les exportations asiatiques du Japon s'élèvent à plus de 50%, ce qui révèle clairement l'importance pour le pays de la bonne santé de l'économie asiatique et en particulier de celle de la Chine. Ce n'est donc pas un hasard si les sociétés ayant un lien fort avec la Chine ont tiré à la baisse le marché actions. Cela dit, les craintes d'effondrement des perspectives pour les sociétés japonaises nous semblent exagérées. Après le récent accès de faiblesse, le marché japonais se traite à nouveau à moins de 17x les bénéfices de l'année en cours. Il profite toutefois d'un environnement favorable à plusieurs titres. Tout d'abord les conditions monétaires assurées par la BOJ resteront très accommodantes et soutiendront une baisse du yen au cours des prochains trimestres. Ensuite, nous attendons une croissance importante des bénéfices des sociétés japonaises (+20%) en 2015. Par ailleurs, l'action conjointe de la BOJ, qui devrait intensifier son programme d'achat de titres, et celle des fonds de pensions publiques en phase d'accroissement de leur exposition aux actions, constituera un support à la demande.

Marchés actions japonais – Nikkei 225



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Le PIB déçoit et l'absence de résultat sur l'inflation provoquera une réaction des autorités monétaires.

Le marché actions bénéficie de fondamentaux intéressants. Nous estimons le Nikkei pourrait rapidement retrouver le niveau de 21'000 points déjà atteint cette année.

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 donc 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