

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



12 décembre 2016

## C'est mieux, mais l'économie japonaise est loin des 600T de yen

**Croissance toujours inférieure à +2%. La faiblesse attendue du yen se matérialise. Vers une hausse des exportations. Retour de la confiance. Nouveaux records pour le Nikkei.**

### Points clés

- Le PIB japonais progresse de +1.6% sur un an à 537.3 trillions de yen
- L'affaiblissement pronostiqué du yen s'est matérialisé ce trimestre
- Une correction de -15% favorable aux exportations japonaises
- Les indicateurs avancés annoncent une embellie
- La déflation s'éloigne
- Les nouvelles perspectives d'inflation poussent les taux longs à la hausse
- La confiance influence favorablement la consommation
- Hausse des profits c'est parti ?
- Nouveaux records pour le Nikkei
- La performance des actions japonaises doit être protégée par une gestion du risque monétaire

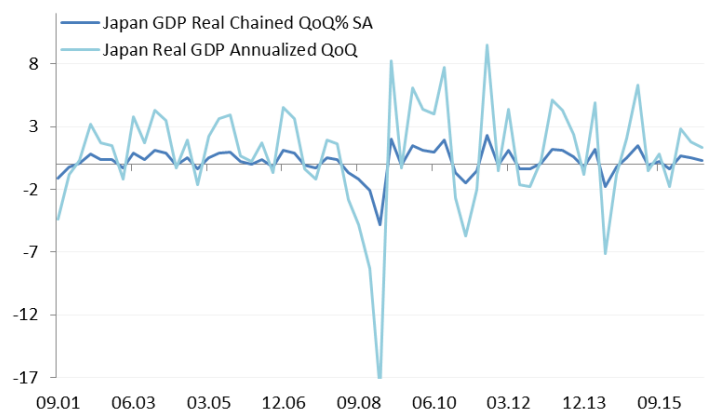
**Le PIB japonais pour l'année 2016 a tout de même progressé au cours des trois premiers trimestres. Les exportations ont été un vecteur important de la dynamique positive (+1.6%) et on peut espérer que la faiblesse du yen constatée pendant le dernier trimestre (-15%) permette une poursuite de l'embellie observée.**

La consommation des ménages a quant à elle contribué favorablement au PIB en enregistrant une progression de +0.3%. Les dépenses d'investissement des entreprises ont au contraire reculé, ces dernières restant encore prudentes sur l'évolution prochaine de la demande. Le gouvernement avait initialement annoncé une croissance supérieure du PIB, la révision montre une dynamique moins forte que celle estimée. Il n'y a cependant pas de quoi être particulièrement inquiet pour la fin de l'année et la période 2017, notamment en raison de l'ajustement important qui est en train de se concrétiser sur la valorisation du yen.

### Le PIB japonais progresse en septembre de +1.6% à 537.3 trillions de yen

Les derniers chiffres publiés sur l'évolution de l'économie japonaise sont un peu moins bons que ceux initialement annoncés, même s'ils confirment la reprise de la croissance. La progression au troisième trimestre 2016 est finalement réduite à +1.3% sur un an et à +0.3% sur trois mois. La valeur annualisée du PIB japonais s'est ainsi établie à environ 4.7 trillions de dollars, ce qui constitue tout de même son plus haut niveau depuis 1994 en données comparables. Malgré ce résultat finalement plutôt positif en comparaison internationale, le sentiment général reste pourtant morose et toujours influencé par la perception d'une économie encore très faible, qui peine à se redresser des périodes de contraction précédentes.

### PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Quatre ans après le début de nouvelles politiques de soutien conjoncturel du 1<sup>er</sup> ministre Abe, l'économie japonaise ne parvient pas à décoller véritablement. La

troisième économie du monde avance, mais sans enthousiasme. Le gouvernement japonais avait comme objectif de faire progresser le PIB à 600 trillions de yen (environ 5'400 milliards de francs) en 2020, le changement de méthode de calcul opéré pour s'aligner aux standards internationaux (intégration des dépenses de recherche et développement) l'a donc poussé dans cette direction en lui faisant faire un bond d'environ 6%.

Il restera désormais à faire progresser le PIB par des processus économiques plus profonds et durables qu'un simple changement de méthode. Pour cela, il faudra sans doute compter notamment sur les effets positifs induits par l'affaiblissement du yen. C'est en effet du côté de la devise nipponne que l'attention devrait être portée pour estimer les chances d'accélération de la conjoncture au cours des prochains trimestres.

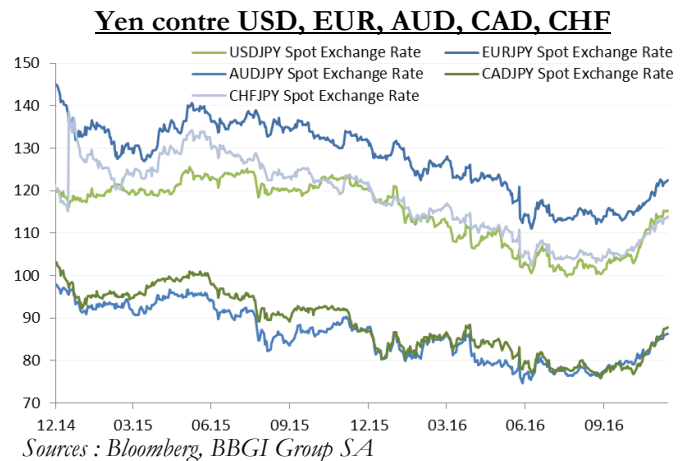
### L'affaiblissement du yen pronostiqué s'est enfin produit ce trimestre

La hausse du yen du Premier semestre ne reposait selon nous que sur un nombre limité d'arguments fondamentaux. Les excédents de comptes courants et de la balance commerciale, qui se sont essentiellement reconstitués en 2015 et début 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 au cours des dernières années 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 motivé les investisseurs à ajuster leurs anticipations et favoriser un retour sur le yen, alors même que les flux de fonds des étrangers se désengageaient plutôt du pays. La sortie de récession de l'économie nipponne a aussi joué un rôle positif, mais la faiblesse de la reprise ne nous semblait pas autoriser 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. La dynamique qui s'est mise en place au troisième trimestre ira totalement dans ce sens. Nous

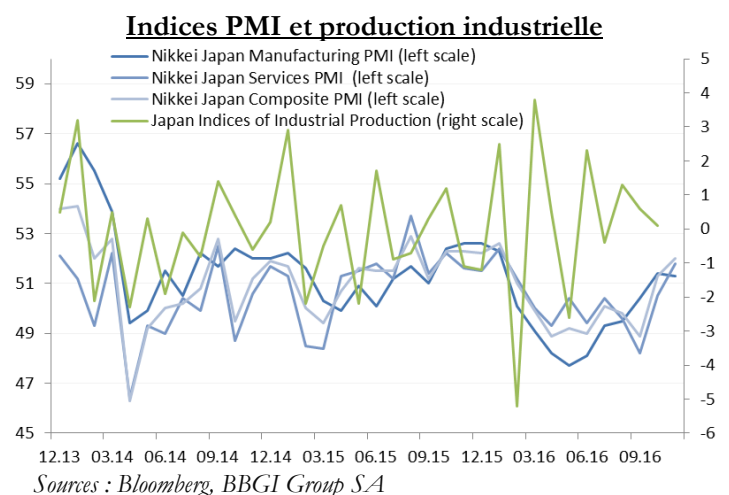
estimons il y a quelques mois que le yen devait revenir à un niveau de 115, c'est désormais le cas. L'année 2017 promet une relance conjoncturelle supérieure aux Etats-Unis et une croissance mondiale plus forte, soutenue par une hausse de la demande américaine, devrait également bénéficier aux exportations japonaises.

**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.**



### Les indicateurs avancés annoncent une embellie

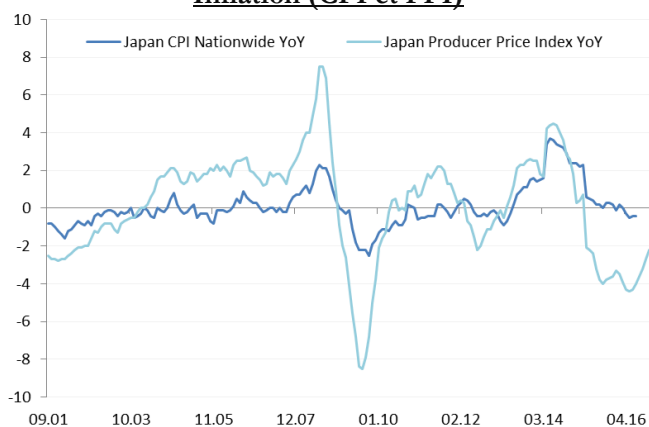
La production industrielle, en hausse de +0.9% à +1.5%, confirme les bonnes indications données par les indices PMI manufacturiers en constante reprise depuis le mois de juin de 48 à 51.3. La chute du yen renforce les perspectives pour la fin de l'année. L'indice PMI des services (51.8) a très nettement rebondi, comme l'indice PMI composite (52), à nouveau très au-dessus de 50 en novembre. Cette tendance à l'amélioration future des conditions économiques est aussi confirmée par l'indicateur avancé de cycle des affaires qui retrouve lui aussi une valeur positive (101) la plus élevée depuis novembre 2015.



## La déflation s'éloigne et les nouvelles perspectives d'inflation poussent les taux longs

La déflation n'est pas encore vaincue au Japon, et malgré les premiers signes de reprise des indices de prix en novembre de +0.1% à +0.5% (Tokyo CPI YOY), on est encore loin des 2% d'inflation attendus par le gouvernement. Mais la tendance est peut-être enfin en phase de renversement. 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.

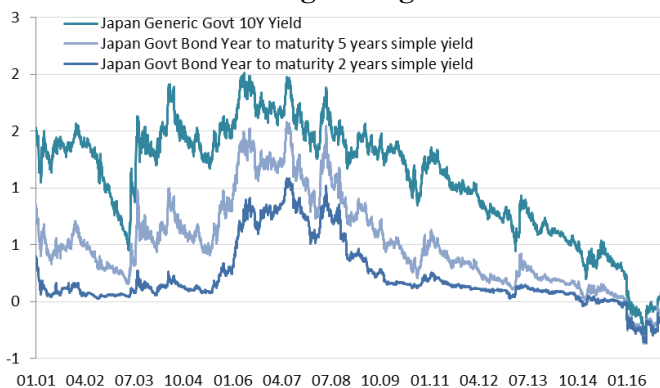
### Inflation (CPI et PPI)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation publiée pour le mois de novembre montre un changement de tendance assez net de -0.5% en septembre encore à +0.5% huit semaines plus tard. Du côté des prix à la production, la hausse de novembre est sensible (+0.4%), mais sur un an les prix restent en déflation (-2%) après avoir connu en juin des niveaux plus inquiétants.

### Rendement des obligations gouvernementales



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En ce qui concerne les rendements obligataires, le phénomène est déjà sensible et suffisamment important

pour être mentionné, les taux longs gouvernementaux en yen ont bondi de -0.3%, niveau plancher atteint juste après le Brexit, à +0.1% à quelques jours de la fin de l'année. Sans occulter les effets de corrélation observés dans la majorité des marchés de taux internationaux, la remontée de l'inflation en cours est sans doute enfin perçue comme un renversement de tendance durable soutenu par la chute de la devise.

La BoJ n'a pas modifié sa stratégie monétaire (QQE with Yield Curve Control) en novembre, qui demeure très accommodante grâce à un programme de rachat d'actifs plus flexible permettant de mieux encadrer les rendements des obligations, et notamment d'empêcher un glissement en terrain négatif des taux longs. Le taux d'intérêt négatif reste inchangé à -0.1%.

## La confiance influence favorablement la consommation

Les ventes de véhicules bondissent de +13.9% sur un an et enregistrent leur plus forte progression depuis janvier 2014. Du côté des ventes de détail, la progression de novembre (+2.5%) s'inscrit dans la même tendance avec la plus forte hausse depuis mai 2014. Les dépenses globales des ménages, qui peinaient à progresser depuis 2014, se sont stabilisées. Le taux de chômage reste à 3%, toujours plus bas depuis vingt ans, mais l'indicateur de confiance ne montre pas encore un changement radical dans la perception des ménages. A 40.9, l'indicateur est certes proche de ses plus hauts niveaux des trois dernières années, mais il n'indique pas encore un véritable changement de perception beaucoup plus optimiste.

### Dépenses des ménages et Confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

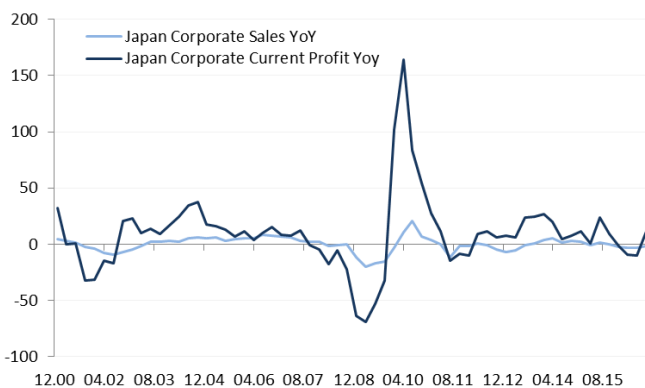
L'évolution à nouveau positive des profits des entreprises soutiendra certainement une poursuite de l'amélioration attendue de l'optimisme des consommateurs.

## Hausse des profits, c'est parti ?

En ce qui concerne les profits des entreprises, la situation est en passe de se renverser notamment grâce à la correction de -15% du yen. Une tendance favorable aux entreprises mais aussi aux consommateurs. Le gouvernement espérait justement une relance de la consommation poussée par des hausses de salaires, le phénomène ne s'est pas encore tout à fait enclenché mais les prémices sont visibles. En ce qui concerne les investissements, les entreprises prendront du temps à modifier leurs stratégies, mais la dernière baisse du Capex du troisième trimestre 2016 ne sera probablement que temporaire. La baisse des dépenses d'investissement initiée au troisième trimestre 2015 a atteint un point extrême, la tendance devrait se renverser. Il est en effet probable selon nous que les dépenses d'investissement progressent à nouveau après cinq trimestres de ralentissement sur fonds de baisse de yen et relance du cycle des affaires.

**Dans un contexte relativement morose, les profits des entreprises ont tout de même avancé de +11.5%, malgré une légère baisse des ventes.**

### Croissance des profits et des ventes des entreprises



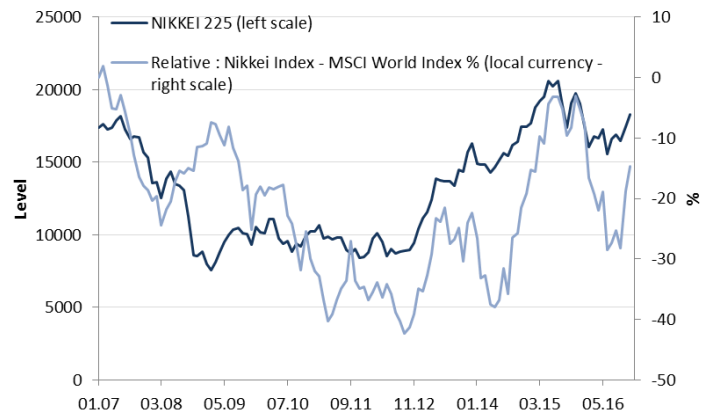
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

## Nouveaux records pour le Nikkei

Après une première réaction de surprise et quelques dégagements dans le sillage de l'élection de Donald Trump, l'indice Nikkei profite depuis lors d'une conjoncture particulièrement favorable le poussant

toujours plus haut vers de nouveaux records. Nous relevons il y a quelques mois qu'une baisse du yen serait sans doute le facteur le plus déterminant dans la prochaine hausse de l'indice Nikkei. L'indice, qui s'était stabilisé entre 16'000 et 17'000 points depuis le mois de février, s'est alors envolé lorsque le yen a réagi à l'annonce du changement de politique aux Etats-Unis. L'indice s'est apprécié d'autant et flirte désormais avec le niveau des 19'000 points.

### Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La hausse de ces dernières semaines replace l'indice en performance positive depuis le début de l'année. La bourse japonaise profite aujourd'hui des espoirs d'une relance des exportations et de l'activité économique internationale et pourrait 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 17x les profits de 2017, 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.

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