



## La BoJ à l'heure du bilan

**La BoJ annonce de nouveaux ajustements dans sa politique monétaire face à la déflation persistante et la pression sur les rendements des obligations. La consommation reste fragile.**

### Points clés

- Révision à la hausse de la croissance au second trimestre : +0.7% en termes annualisés ; +0.2% par rapport au premier trimestre
- La BoJ annonce un tournant dans sa politique monétaire et lance le "QQE with Yield Curve Control"
- L'économie japonaise est toujours confrontée à la déflation (-0.4% sur un an en juillet)
- La consommation demeure fragile malgré les efforts du gouvernement
- Des indicateurs avancés toujours hésitants : l'indice des services et l'indice composite repassent en-dessous du niveau de 50
- Le yen continue à s'apprécier depuis l'annonce de la BoJ et la décision de la Fed de maintenir ses taux inchangés

### Révision à la hausse de la croissance au second trimestre

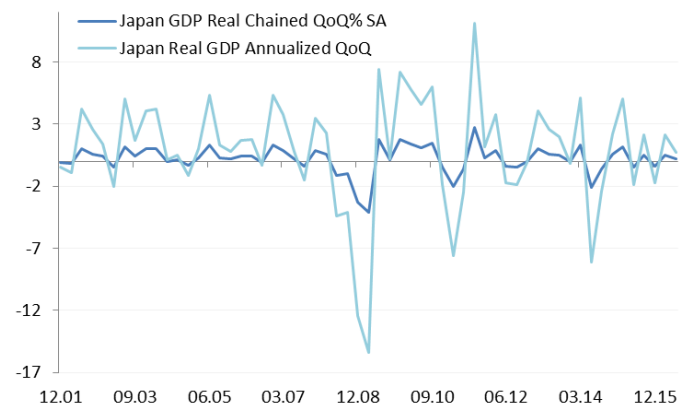
Au deuxième trimestre, le PIB japonais a davantage progressé que ne l'indiquaient les premiers chiffres publiés par le gouvernement, sous l'effet d'une révision à la hausse des composantes « dépenses d'investissement », « stocks privés » et « investissement public ».

Le PIB a donc progressé de +0.7% en termes annualisés au cours du second trimestre, contre +0.2% en première lecture, un chiffre qui correspondait par ailleurs aux attentes des analystes.

La hausse sur le trimestre s'établit donc à +0.2%, contre +0.0% initialement estimé. Les dépenses des entreprises

ont baissé de -0.1%, soit moins qu'attendu (-0.4%) tandis que l'investissement public a progressé de +2.6%.

### PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

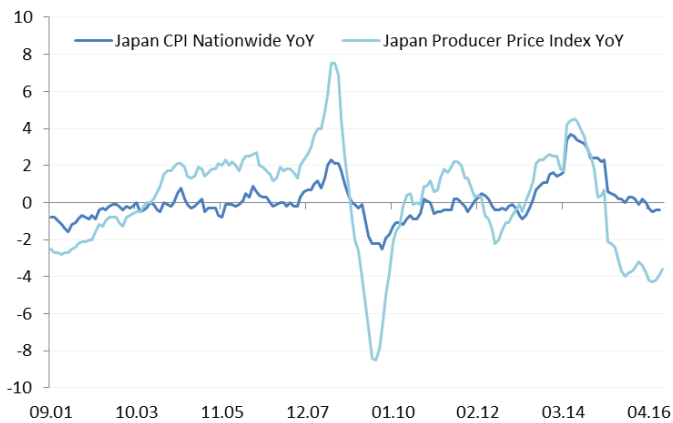
La révision à la hausse de la croissance du PIB au second trimestre intervient après la publication de premières données encourageantes au premier trimestre. La croissance du PIB sur un an, ajusté pour les variations saisonnières, avait en effet surpris positivement en s'affichant à +1.9%, avant d'être encore révisée à la hausse à +2.1%, principalement en raison d'une baisse des importations.

### Un tournant dans la politique monétaire de la BoJ

Les données positives au sujet du PIB sont arrivées à point nommé avant la réunion du 21 septembre dernier de la banque centrale japonaise.

L'institution a en effet annoncé une série d'ajustements destinés à apporter davantage de flexibilité à sa politique monétaire. Les gouverneurs ont donc tiré les leçons d'une politique d'assouplissement monétaire pour l'instant relativement inefficace dans sa lutte contre la déflation.

### Inflation (CPI et PPI)



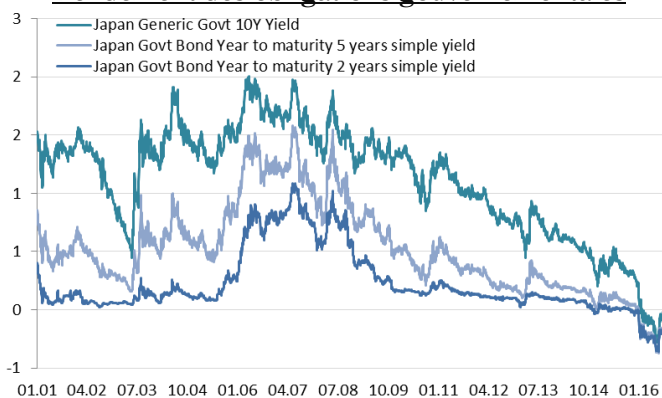
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation publiée pour le mois de juillet faisait en effet encore état d'une baisse de -0.4% des prix sur un an, alors que le gouverneur de la BoJ, Haruhiko Kuroda se voulait encore optimiste en début d'année.

Il tablait en effet sur l'atteinte de son objectif de 2% d'inflation d'ici la fin de l'année 2016 déjà.

Pour l'instant, comme l'a reconnu la BoJ, son action a surtout tiré vers le bas les rendements des titres financiers à long terme et finalement pesé sur l'activité économique, notamment l'activité bancaire. La BoJ s'inquiète également des répercussions sur le « moral » des consommateurs, la baisse des rendements à long terme affectant les pensions de retraite et les assurance-vie des consommateurs japonais, une dimension qui n'invite pas à la reprise de la consommation.

### Rendement des obligations gouvernementales



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

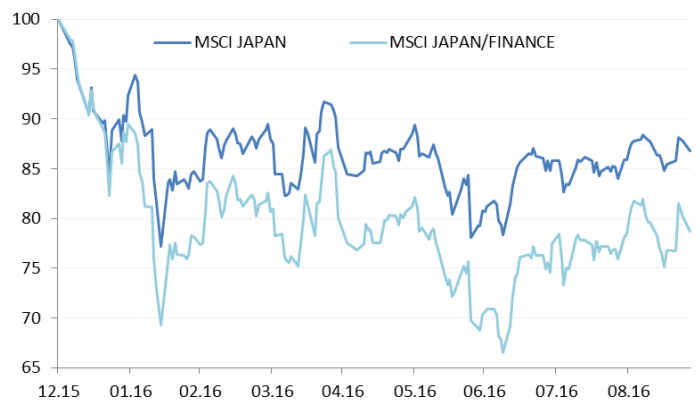
La BoJ a donc décidé de rendre sa politique monétaire plus flexible, même si celle-ci demeurera très accommodante: le programme de rachat d'actifs (QQE), qui était fixé à 80.000 milliards de yens par année, pourra désormais fluctuer autour de ce montant et permettre une répartition plus souple des achats de titres.

Ceci, dans l'objectif de mieux encadrer les rendements des obligations, et notamment d'empêcher un glissement en terrain négatif des rendements obligataires à 10 ans. Le nouveau programme de la BoJ devient donc un « *QQE with Yield Curve Control* ».

**Le taux d'intérêt négatif reste cependant inchangé à -0.1%.**

Cette décision devrait permettre d'alléger un peu la charge portée par le segment bancaire, dont les titres sous-performent assez nettement le reste des actions japonaises depuis le début de l'année (-21.77% pour l'indice MSCI Japan Financials contre -12.38% pour l'indice MSCI Japan).

### MSCI Japan vs. MSCI Japan Financials



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La décision a toutefois provoqué une nouvelle hausse sensible du yen, les investisseurs s'attendant plutôt à une plus grande agressivité de la part de la BoJ vers l'élargissement des « spreads » de taux d'intérêts par la mise en place de taux d'intérêts plus négatifs encore que ceux déjà pratiqués.

**La consommation demeure fragile malgré un léger rebond de la confiance des consommateurs**

Depuis le début de l'année, le yen se renforce de près de +20% sur le dollar. Parallèlement, les cours du brut demeurent sous la barre des 50\$.

En conséquence, la consommation ne bénéficie toujours pas d'une impulsion positive en cette fin d'été 2016.

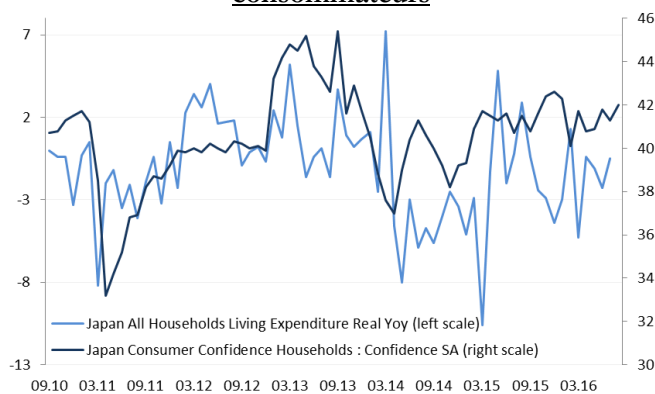
La consommation et les investissements restent en effet encore très faibles. Le parlement japonais avait pourtant voté un budget record pour l'exercice fiscal 2016-2017, face à la morosité exprimée par les statistiques économiques. En effet, alors que l'économie nippone était en contraction au 4ème trimestre 2015 (-1.1%), les

parlementaires avaient accepté un budget exceptionnel de près de 100'000 milliards de yens, soit près de 940 milliards de dollars à l'époque.

Parmi les différentes statistiques, notons les dépenses des ménages, qui continuent de chuter : après avoir baissé de -2.3% sur un an en juin puis de -0.5% sur un an en juillet, les attentes pour le mois d'août (-2.1%) ne se révèlent pas plus réjouissantes.

La confiance des consommateurs a cependant légèrement surpris à la hausse en août à 42.0, une donnée finalement supérieure aux attentes (41.8). L'indice, peut-être en partie soutenu par le report de la hausse de la TVA, rejoint ainsi ses niveaux observés au début de l'année. Cependant, il semble que le rebond constaté ne devrait pas être interprété comme une véritable reprise de la dynamique positive. Les ventes de détail des grands magasins affichent ainsi par exemple leur moins bon résultat depuis mars 2015 au mois d'août, avec une baisse de -6.0% des ventes en rythme annuel.

### Dépenses des ménages et Confiance des consommateurs



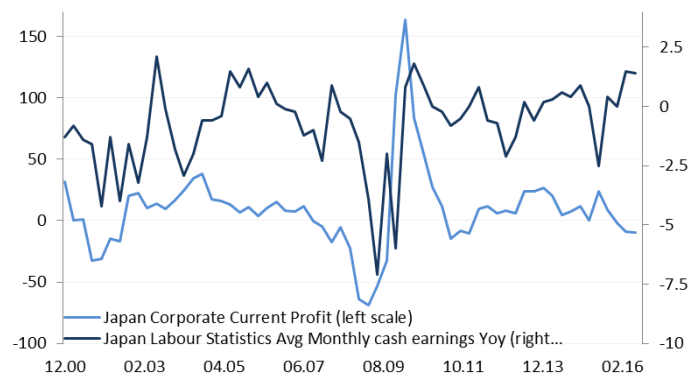
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En ce qui concerne les profits des entreprises, la situation ne s'est pas arrangée non plus puisque les données du second trimestre font état d'une baisse de -10% sur un an. Naturellement, l'absence de perspectives économiques plus favorables pour les entreprises ne permet pas la généralisation des hausses de salaire espérées par le gouvernement pour relancer la croissance par la consommation et par là même servir de levier pour mettre un terme à la déflation.

Toutefois, il faut reconnaître que l'on note depuis le mois de juin de premiers signes encourageants en la matière: les salaires ont augmenté de +1.4% sur un an en juillet, après une première hausse au mois de juin (+1.3%). Les bonus spéciaux ont ainsi progressé de +4.2%, tandis que les rémunérations de base ont augmenté de +0.4%. Le taux de chômage, désormais au plus bas depuis plus de 20 ans à 3.0%, devrait également

à terme se révéler favorable à la hausse des salaires, même si l'on ne constate pas pour l'instant de véritable tension sur le marché du travail. De nombreux observateurs pointent toutefois du doigt la culture de « l'emploi à vie » et le manque de dynamisme des carrières des Japonais comme un frein à la véritable reprise des salaires voulue par le premier ministre Shinzo Abe.

### Croissance des profits et des salaires



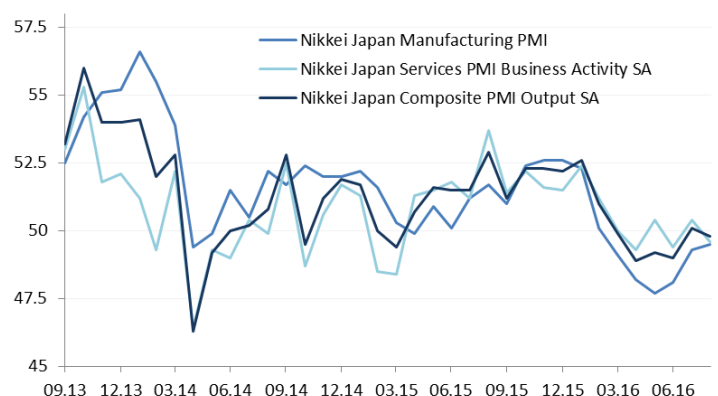
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### Des indicateurs avancés toujours hésitants

L'indice PMI des services et l'indice PMI composite sont retombés en-dessous du niveau de 50 en août (à 49.6 et 49.8), en baisse par rapport au mois de juillet. De son côté, la production industrielle demeure en berne et glisse de -4.2% en rythme annuel en juillet. Depuis le début de l'année 2015, la production industrielle n'aura ainsi évolué en terrain positif qu'au cours de trois mois sur dix-neuf.

Pourtant, l'indice PMI du secteur manufacturier évolue sur une tendance légèrement positive depuis quelques mois. Les premières estimations pour le mois de septembre tablent sur un niveau de 50.3, ce qui marquerait le premier retour en zone de croissance de cet indice depuis le mois de février.

### Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La balance commerciale est retombée en terrain négatif en août à -18.7 milliards de yens. Les exportations souffrent en effet toujours de la force du yen et s'affichent en baisse de -9.6% par rapport au mois d'août 2015.

## Vers un affaiblissement du yen?

**L'affaiblissement du taux de change est toujours l'un des éléments clés de la politique suivie par le gouvernement pour relancer l'inflation.**

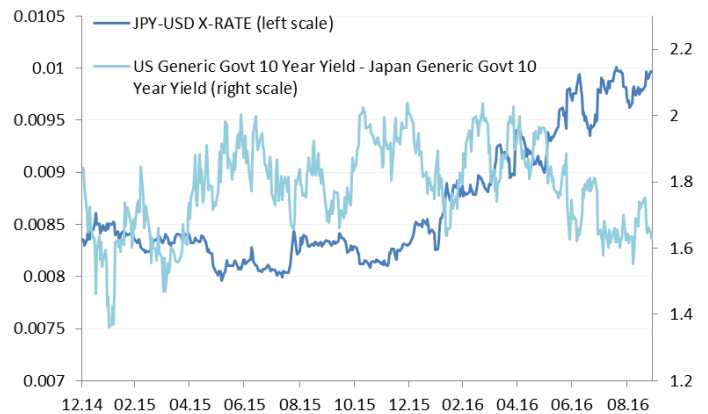
**Or, nous l'avons évoqué plus tôt, le yen a continué à s'apprécier contre le billet vert au cours des trois derniers mois, en dépit des actions menées par la banque centrale.**

La dernière décision de la banque centrale japonaise coïncidait de fait avec la réunion de la Réserve Fédérale américaine. Les investisseurs ont ainsi négativement réagi au changement annoncé par la BoJ le 21 septembre, de nombreux observateurs plaidant pour un élargissement des « spreads » de taux d'intérêt au moyen d'une nouvelle diminution de taux par la BoJ. Dans un contexte de faiblesse du dollar suite à la décision de la Fed le jour même de ne pas relever ses taux d'intérêts, le yen s'est en effet apprécié de +1.39% contre le dollar sur la seule journée du 21 septembre (en clôturant à 100.32 yens pour un dollar).

L'absence de hausse des taux directeurs aux États-Unis n'est donc pas étrangère à cette situation, qui nous semble toutefois temporaire. La probabilité d'une remontée des taux d'intérêts en décembre par la Fed dépasse en effet désormais 50%. Parmi les observateurs tablant sur une hausse de taux en décembre, les probabilités sont partagées assez équitablement entre une hausse de +0.25 à +0.5 et une hausse de +0.5 à +0.75.

**Une remontée des taux aux États-Unis, qui plus est supérieure à +0.5%, se révélerait naturellement positive dans l'affaiblissement des pressions à la hausse sur le yen.**

## JPY/USD et « spread » de taux d'intérêt



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

## Conclusion

**Les dernières statistiques concernant le PIB japonais ont surpris positivement les prévisionnistes, avec une révision à la hausse de la croissance annualisée de +0.2% à +0.7%.**

**Les prochains mois seront cependant encore difficiles pour l'économie japonaise. Face à l'absence d'un rebond durable de la consommation, la déflation continue. L'objectif posé par Haruhiko Kuroda d'une inflation à 2% d'ici la fin de l'année 2016 ne sera pas atteint.**

**Le 21 septembre dernier, soit le même jour que la dernière réunion de la Fed, la banque centrale nippone a annoncé de nouveaux ajustements dans sa politique monétaire. Le yen a toutefois continué à s'apprécier.**

**Une remontée des taux d'intérêt aux États-Unis en décembre, désormais davantage envisagée, permettrait une diminution des pressions à la hausse sur la monnaie nippone.**

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