

L'optimisme des autorités japonaises est mis à l'épreuve

Contraction du PIB probable au 1^{er} trimestre. Baisse de taux d'intérêt et relance budgétaire indispensables. L'appréciation du yen est insoutenable. Hausse des actions sous conditions.

Points clés

- Le PIB japonais du 4^{ème} trimestre reste en contraction de -1.1%.
- Budget record de près de 100'000 milliards de yens en soutien à la conjoncture
- Contraction probable de -1.2% du PIB au 1^{er} trimestre 2016, risques de récession élevés
- Budget additionnel de 5 trillions de yens bienvenu
- La consommation reste anémique
- Hausse des excédents de la balance commerciale
- Progression attendue des taux d'intérêts négatifs de -0.1% à -0.3%
- L'inflation reste absente malgré 200 trillions d'injections de liquidités
- 650 milliards de trésorerie pour des rachats d'actions et une amélioration du ROE
- Insoutenable appréciation du yen, retour à 120
- Hausse des actions sous conditions

Le premier ministre Abe se montre toujours optimiste, mais il espérait sans doute enfin pouvoir compter sur une efficacité supérieure de sa politique, car il faut bien admettre que les résultats de son programme de revitalisation économique continuent d'être en-dessous des attentes en ce début d'année.

Cette baisse du PIB était finalement un peu meilleure que la contraction de -1.4% annoncée initialement, grâce à une révision à la hausse des dépenses des entreprises et des stocks. Mais la hausse du yen, liée sans doute à cette révision, n'améliore pas les perspectives du 1^{er} trimestre, bien au contraire. Elle met même en danger de manière prématurée la compétitivité et les profits des exportateurs qui commencent à souffrir déjà du ralentissement chinois.

Globalement, l'économie nippone reste faible et dans l'attente d'une véritable reprise de la consommation.

Le budget record accepté tombe donc à pic pour soutenir une activité encore trop anémique. Quoi qu'il en soit, le premier trimestre devrait encore être en contraction de -1.2%, ce qui constituerait la deuxième récession officielle depuis l'arrivée de Shinzo Abe en décembre 2012.

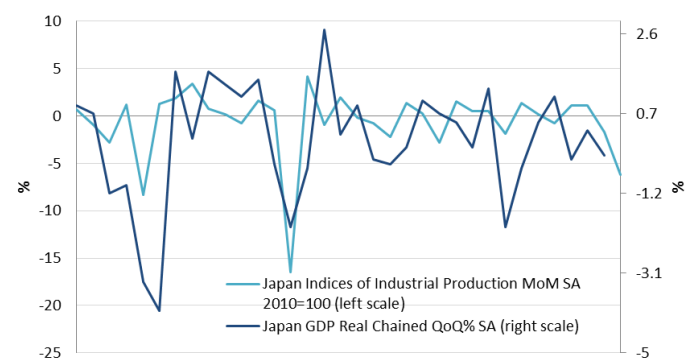
Expansion budgétaire bienvenue alors que le PIB japonais rechute au 4^{ème} trimestre

Le PIB japonais du 4^{ème} trimestre reste en contraction après une légère révision positive de -1.4% à -1.1%.

Le parlement japonais vient de voter son budget pour l'exercice fiscal 2016-2017 sous la pression de statistiques économiques toujours décevantes.

Les parlementaires ont accepté un budget record de près de 100'000 milliards de yens soit près de 900 milliards de dollars, alors que l'économie nippone s'est à nouveau contractée au 4^{ème} trimestre 2015 (-1.1%) et ne semble pas débiter l'année sous de meilleurs auspices à en croire les indicateurs avancés.

PIB et production industrielle (%)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le gouvernement de Shinzo Abe est confronté à la difficulté de maintenir son soutien à l'économie alors que

l'endettement public dépasse déjà 200% du PIB. La hausse de la TVA qui devait permettre une amélioration des finances publiques serait à nouveau malvenue dans le contexte conjoncturel actuel particulièrement faible. On n'attend pas de prise de position finale sur la question de la hausse de la TVA avant la fin mai, mais relevons toutefois que la hausse à 8% qui était intervenue en avril 2014 avait déjà stoppé la croissance, de quoi être prudent avant d'introduire la prochaine hausse prévue à 10%.

Un budget additionnel de 5 trillions pourrait être adopté

La production industrielle a plongé de -6.2% en février, après une hausse de +3.7% en janvier face à une demande asiatique en baisse (chute des exportations vers la Chine, la Corée du Sud, Taiwan, Hong Kong et Singapour). L'accumulation des stocks n'est pas un facteur favorable dans ce contexte. Mais les indicateurs avancés ne laissent pourtant pas entrevoir une amélioration de la performance économique en mars, marquant une nouvelle entrée en récession. Le budget record voté par le parlement ne suffira pas à provoquer une reprise à lui seul, dès lors un éventuel budget supplémentaire devrait être envisagé par le gouvernement en complément.

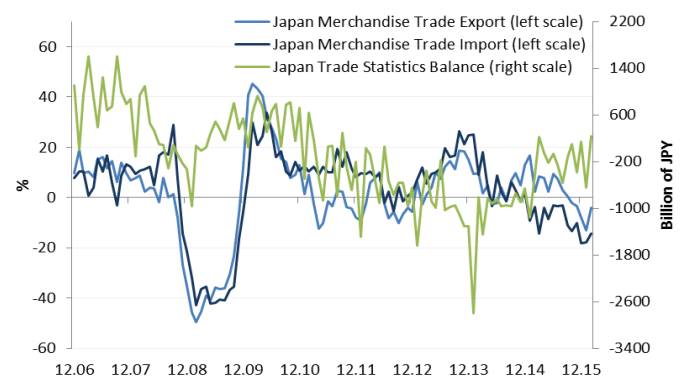
Le contenu de cet éventuel budget additionnel ne sera sans doute pas connu avant la fin du mois de mai, mais il pourrait bien atteindre 5 à 7 trillions de yen. Il serait sans doute dirigé pour favoriser une relance de la consommation et du logement.

La consommation reste relativement anémique

Contre toute attente, le yen s'est apprécié de +7% en février, si l'on en croit les statistiques économiques japonaises et l'état de la conjoncture au Japon. En effet, la contraction du PIB et la politique de taux d'intérêt négatifs menée par la BOJ (Bank of Japan) ne sont de loin pas des facteurs de soutien à la devise nipponne. Le ralentissement en Chine, premier partenaire économique du Japon, affectera certainement les profits des sociétés japonaises, comme le suggèrent déjà les révisions de bénéfices attendus pour l'année fiscale se terminant en mars 2016. Le gouvernement comptait beaucoup sur la transmission de profits records des entreprises aux salariés pour relancer le pouvoir d'achat et la consommation des ménages. Ce processus est fragilisé, comme l'indique en particulier le déclin des exportations en janvier (-12.9%), malgré une légère stabilisation en février (-4%) et des ventes de détail en baisse de -2.3% en février. Grâce au déclin plus important encore des

importations (-18%), la balance commerciale s'est accrue de 36.6 à 119.4 milliards de yens en janvier.

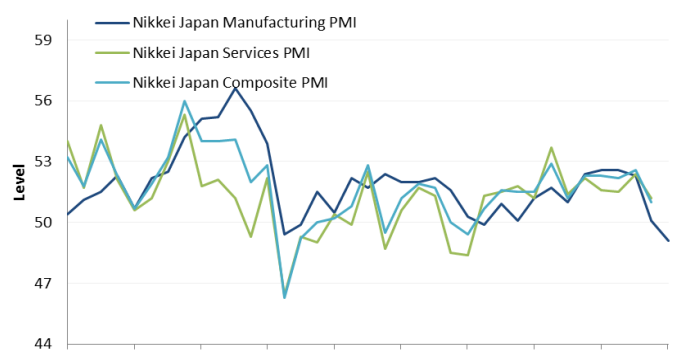
Balance commerciale Mrds de JPY



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Au 31 décembre 2015, les profits des entreprises ont même légèrement baissé de -1.7% sur un an, faisant encore planer des incertitudes sur la capacité des entreprises à augmenter les salaires. La consommation des ménages reste faible au Japon, le rebond de +1.2% de février fait suite à une baisse de -3.1% en janvier et le sentiment des ménages baisse à nouveau de 42.5 à 40.1. Le taux de chômage reste pourtant bas à 3.3% en février et le ratio « poste offert par demandeur d'emploi » (1.28) suggère pourtant une relativement bonne situation sur le marché de l'emploi, avec une pression haussière probable sur les salaires et sur le revenu disponible, pourtant en déclin de -3.4% sur un an. Une légère amélioration en février des dépenses réelles des ménages (+1.2% sur un an) risque de ne pas pouvoir être soutenue en raison des profits des entreprises sans doute inférieurs aux attentes.

PMI Composite – Manufacturier-Services (SA)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Politique de taux d'intérêt négatifs

Lors de sa dernière réunion, la Banque centrale du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire en conservant notamment son taux d'intérêt négatif inchangé et en apportant seulement de mineures modifications à son programme de QQE. Le gouverneur Haruhiko Kuroda a

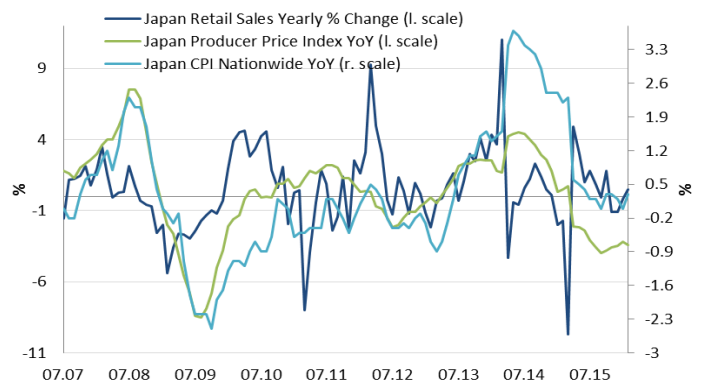
pourtant indiqué que la BOJ pourrait théoriquement abaisser de -0.1% à -0.5% son taux directeur, mais que cela ne serait sans doute pas pour son prochain conseil du 27-28 avril. Toutefois, compte tenu de la probabilité d'entrée en récession au 1er trimestre, il n'est selon nous pas exclu que celui-ci change d'avis d'ici là et réduise de -0.1% (actuel) à -0.3% ses taux négatifs. Par ailleurs, la vigueur récente du yen suggère aussi qu'un élargissement des « spreads » de taux soit nécessaire pour que le yen fluctue à nouveau dans une bande de variation comprise entre 115 et 125 yen pour un dollar. Parmi les objectifs de Kuroda, l'affaiblissement du taux de change semble toujours être un élément clé pour soutenir les exportations, relancer l'inflation et soutenir la consommation des ménages. La marge de manœuvre de la BOJ est certes réduite, mais elle devrait être exploitée en partie tout au moins lors de la prochaine réunion de la banque centrale. Le point de vue de la BOJ reste certainement un peu trop optimiste, même si les conditions économiques globales ont été révisées à la baisse pour tenir compte notamment des effets du ralentissement dans les économies émergentes sur le commerce extérieur du Japon. Sur le plan domestique l'optimisme persiste en ce qui concerne l'emploi, les profits des entreprises et la consommation. Pourtant, le déclin de la consommation domestique menace aussi les investissements des entreprises. Le rebond des profits pourrait être éphémère. Dans ce contexte, le retour de l'inflation vers l'objectif fixé de 2% semble bien difficile à envisager. D'autres mesures seront certainement nécessaires, au-delà de nouvelles baisses de taux, une relance budgétaire et d'autres mesures de support devront être apportées.

Inflation ? Quelle inflation ?

Les derniers chiffres de l'inflation (CPI) font état d'une remontée des prix de +0.8% sur un an hors alimentation et énergie et de +0.3% globalement. La BoJ est aussi confrontée à une rechute de l'inflation et des anticipations d'inflation, en raison de la chute des cours du brut notamment, qui laissent craindre un échec dans sa tentative de faire remonter les indices de prix. La baisse des cours des matières premières et l'appréciation du yen ont effectivement des conséquences négatives sur l'inflation importée et contraindront la banque centrale à accroître l'assouplissement monétaire. Pas de changement concernant l'inflation, la BOJ maintient ses prévisions d'inflation à 0%, il est possible que la hausse de mars des cours du brut y soit pour quelque chose. La faiblesse de l'inflation sous-jacente est toujours attribuable aux tensions modérées sur le marché de l'emploi et à la stabilité des salaires. En effet, on a récemment assisté à des négociations dans différentes branches de l'industrie japonaise qui ont conduit à des diminutions de 50% des demandes de hausses salariales

notamment dans l'industrie automobile ou dans le secteur électronique. Globalement, les entreprises n'ont consenti qu'à de modestes hausses de salaires à l'image de Toyota, qui n'a accepté qu'une hausse de +0.4% pour 2016.

Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

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 yen 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'intérêt 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.

Rachat d'actions

Les taux négatifs encouragent les sociétés japonaises et les banques à racheter leurs titres. Les sociétés japonaises disposant de liquidités seront en effet tentées de racheter leurs titres au moment où la croissance des profits semble marquer le pas après une année 2015 de croissance des

profits plutôt positive (+15%) et une année 2016 en berne. En ce début d'année, 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 attractif 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 sous conditions

Le marché japonais a sous performé la plupart des marchés développés en 2016 et se situe encore en retrait de -8% depuis le début de l'année. 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 1.37 fois la valeur comptable, pour un équivalent de 2.48x pour le S&P500 ou 2.13x pour le SMI, tandis que les valeurs européennes ont une valorisation similaire (1.29x).

Marchés actions japonais – Nikkei 225



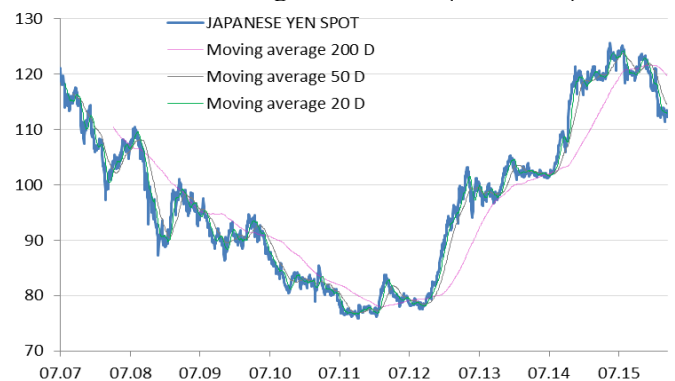
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le marché des actions pourrait naturellement réagir positivement à un changement de perspectives de croissance et d'inflation. Mais nous l'avons vu, le 1^{er} trimestre ne devrait pas apporter de surprise positive 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 diminué de 18 milliards de dollars en février.

Appréciation temporaire du yen

Nous pensons que la hausse du yen n'est pas soutenable au 2^{ème} trimestre 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 à -0.3% et de l'annonce d'un programme de relance budgétaire complémentaire. Sur le plan extérieur, l'amélioration de la conjoncture attendue en Chine et en Asie devrait soutenir de meilleures perspectives pour l'économie nipponne au 2^{ème} et 3^{ème} trimestre.

Taux de change USD/Yen (2007-2016)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Conclusion

Le PIB déçoit et l'absence de résultat sur l'inflation provoquera une réaction des autorités monétaires et du gouvernement. Le marché actions bénéficie de fondamentaux intéressants. Nous estimons que le Nikkei pourrait retrouver le niveau de 19'000 points.

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 Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch