



Surprise positive au Japon, le PIB a bondi de +2.2% sur un an

La baisse du yen dope les exportations. Le PIB profite aussi de la relance du cycle mondial. Stabilisation du yen. Reprise de la consommation. Hausse des profits. Nikkei sous-évalué.

Points clés

- Un premier trimestre surprenant pour la croissance économique au Japon
- Cinquième mois consécutif de croissance des exportations
- Le PIB japonais a progressé de +2.2% sur un an en mars et de +0.5% sur le trimestre
- Contribution positive des exportations et de la demande intérieure
- Signes encourageants pour la consommation
- Hésitations des indicateurs avancés
- Stabilisation du yen/dollar entre 115 et 120
- Retour encore peu perceptible de l'inflation
- Toujours éviter les obligations en yen
- Hausse des profits et des dividendes
- Titres japonais sous-évalués en comparaison internationale

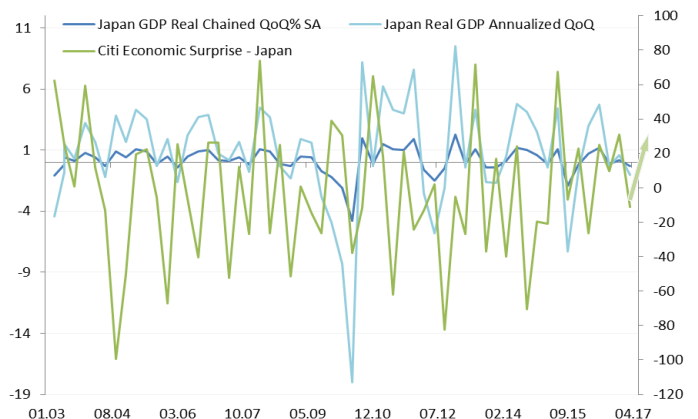
Un premier trimestre surprenant pour la croissance économique au Japon

La révision des chiffres de croissance du 1^{er} trimestre (+0.5%) suggère une reprise plus nette en 2017 pouvant porter la croissance annuelle au-delà des attentes initiales. Sur un an, le PIB japonais a donc progressé de +2.2%, ce qui correspond à une accélération substantielle par rapport à la performance enregistrée au 4^{ème} trimestre de +1.7%. Le PIB japonais enregistre sa cinquième progression trimestrielle de suite, ce qui constitue déjà sa plus longue phase d'expansion depuis dix ans. L'économie japonaise a encore été soutenue par la poursuite de la reprise déjà observée des exportations, mais elle a enfin été un peu dynamisée par une demande intérieure plus robuste. Malgré ce résultat toujours plus positif, le sentiment général reste encore hésitant et les prévisions des économistes restent prudentes,

anticipant une croissance du PIB japonais d'à peine +1.3% en moyenne en 2017. Nous envisageons un développement économique un peu plus favorable pour l'économie nippone, qui pourrait marquer un peu le pas après les résultats du 1^{er} trimestre, mais enregistrer ensuite une performance plus proche de +1.7% sur un an.

La faiblesse attendue du yen face au dollar suite aux élections américaines a clairement influencé favorablement la compétitivité des exportatrices japonaises et relancé les exportations comme nous l'attendions. Le léger raffermissement du yen qui s'est ensuite mis en place au 1^{er} trimestre ne devrait pas modifier la tendance. Nous attendons désormais une phase de stabilisation du taux de change entre 110 et 120 yen pour un dollar, qui serait certainement très favorable à l'économie japonaise. La croissance du PIB au 1^{er} trimestre a donc largement profité de la faiblesse du yen, permettant l'amélioration de la compétitivité des produits japonais. Cela n'avait pas été le cas au trimestre précédent et c'est donc une bonne nouvelle, la consommation privée a une nouvelle fois pu apporter une contribution positive ce dernier trimestre en montrant une croissance de +0.4%.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La reprise japonaise a donc été un tout petit peu moins dépendante des exportations en ce début d'année, ce qui tranche pour une fois avec les caractéristiques traditionnelles de l'économie nipponne, très orientée vers les échanges internationaux. Au-delà de la relative faiblesse du yen, c'est aussi grâce à la relance du cycle conjoncturel global que la demande externe a pu soutenir la croissance des exportations. On s'interroge toutefois déjà au sujet de la pérennité de la reprise observée des dépenses de consommation des ménages en raison notamment de l'absence toujours criante de progression des revenus et des salaires. Il faut toutefois se réjouir de ce résultat relativement positif qui renverse en partie, tout au moins pour l'instant, la tendance du précédent trimestre.

Signes encourageants pour la consommation

Les ventes de détails dans les supermarchés (+0.6%) et dans les surfaces de ventes (+0.7%) enregistrent leurs premières progressions sur un an en avril, après plusieurs mois de faiblesse renouvelée, rejoignant les résultats positifs réalisés pendant la même période par le secteur de la restauration. Mais la consommation reste fragile notamment à Tokyo où les ventes ont fléchi (-0.8%) en avril. La consommation privée, qui représente au Japon toujours près de 60% du PIB, est donc sur le chemin de la reprise, mais l'incertitude persiste dans un contexte et un climat conjoncturel toujours prudents, malgré une poursuite de la baisse du taux de chômage en dessous de 3%. Le taux de chômage devrait rester proche de son plus bas niveau depuis 1994 et commencer à développer des tensions salariales dans certaines branches économiques. Le ratio des offres d'emploi par rapport à la demande est logiquement aussi à son plus haut niveau des trente dernières années.

Dépenses des ménages/confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

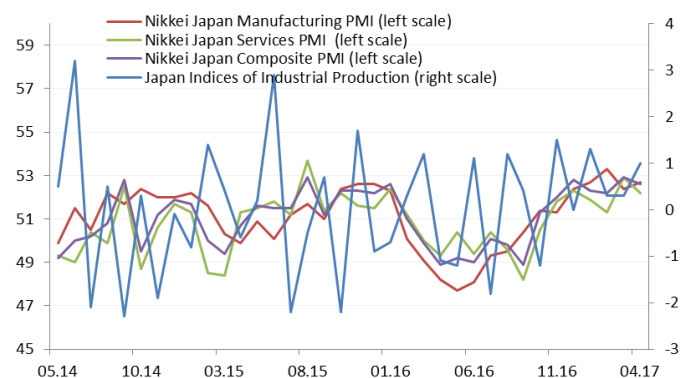
Les anticipations de reprise de l'inflation de la BOJ ont toujours été motivées par une hausse des salaires, aidée notamment par la progression des profits des

entreprises et par la redistribution partielle de ceux-ci sous la forme de hausses générales de salaires. La confiance des ménages reste élevée (43.2), le taux de chômage n'en finit pas de glisser et atteint désormais 2.8%, peut-être déjà un seuil proche du plein emploi. Le ratio des emplois disponibles par demandeur d'emploi était de 1.48 en avril, indiquant clairement que les tensions sur le marché du travail sont sur le point de s'intensifier. Les ventes de détail progressent de +3.2% sur un an mais les salaires et la productivité peinent à décoller. Nous estimons toutefois que les conditions économiques évoluent favorablement pour provoquer une relance raisonnable de la consommation en 2017.

Hésitations des indicateurs avancés

La relance des exportations et de la demande externe, en partie soutenue par le cycle conjoncturel international plus favorable et par des investissements en croissance en Asie, devrait avoir un impact plus visible sur l'évolution de la production industrielle. Pourtant, celle-ci ne montre pas encore de signes d'accélération et malgré une avancée de +3.5% sur un an en mars, elle glisse sur le mois de -1.9%. Les commandes de machines ont aussi déçu en diminuant de -0.7% après un excellent résultat en février (+5.6%). Les indicateurs avancés pour le secteur manufacturier ont un peu faibli en mai (52) après avoir atteint un sommet en février à 53. L'indice PMI composite reste cependant à des niveaux élevés confortant les prévisions d'une reprise modérée de l'activité. Cette tendance à l'amélioration future des conditions économiques est aussi confirmée par l'indicateur avancé du cycle des affaires, qui retrouve lui aussi une valeur positive (105.5) la plus élevée depuis novembre 2015.

Indices PMI et production industrielle



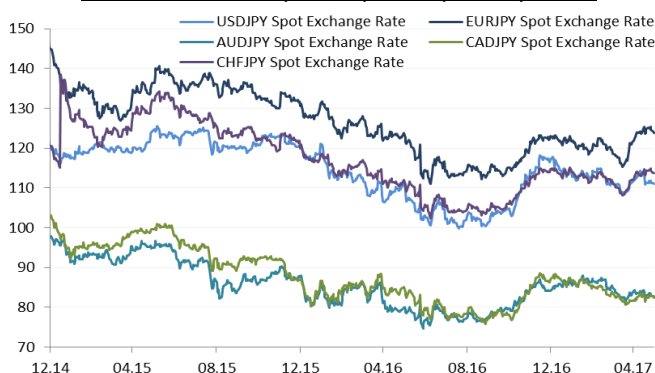
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Stabilisation du yen/usd entre 115 et 120

La progression inattendue de +2.2% sur un an du PIB est en effet une surprise positive qui n'a pourtant pas modifié significativement les attentes pour 2017. Elle n'a eu que

peu d'effet sur la devise nippone, qui aurait pu en profiter. La hausse de +1.4% à +2.2% entre le 4^{ème} trimestre 2016 et le 1^{er} trimestre 2017 est pourtant notable, mais l'incertitude et les doutes l'emportent pour l'instant sur l'optimisme qui aurait profité au yen. L'amélioration des fondamentaux n'aura selon nous pas d'impact immédiat sur le yen qui restera certainement encore écarté par un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable. La politique gouvernementale cherche toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt et la perspective de nouvelles hausses des taux aux Etats-Unis pousseront sans doute encore un peu le yen à la baisse en 2017. Le changement de paradigme aux Etats-Unis a clairement apporté un soutien important à la dévalorisation du yen qui cherche aujourd'hui une nouvelle tendance. 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, cette politique reste d'actualité et nous estimons toujours que le yen devrait revenir dans une bande de fluctuation comprise entre 115 et 120 yen pour un dollar au cours des prochains mois.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

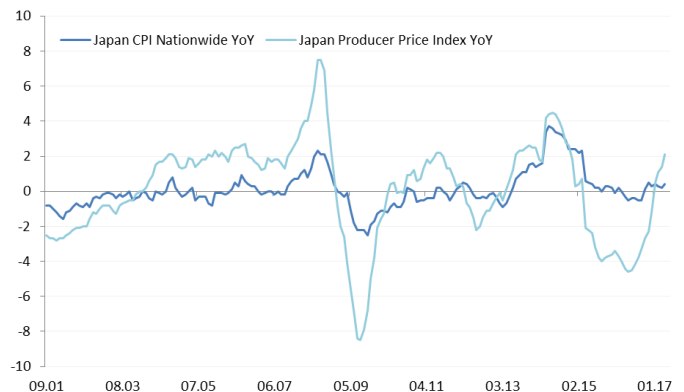
Une accélération de la croissance économique nous semble indispensable à tout renversement de tendance durable du yen qui reste pour l'instant dans une phase d'affaiblissement durable contre le dollar.

Retour encore peu perceptible de l'inflation

Les risques de déflation ont diminué, mais ne sont encore pas totalement écartés malgré plusieurs mois de reprise légère des indices de prix. Les premiers signes de reprise des indices de prix, déjà constatés en novembre 2016, se sont depuis renforcés, permettant à l'indice CPI national de montrer une progression annuelle de +0.4% en avril. L'inflation a donc fait un timide retour depuis quelques mois, mais elle manque encore de soutien pour s'approcher de l'objectif de 2% fixé par la BOJ. Une nouvelle accélération en mai pourrait signaler de futurs

progrès en ce sens, mais la hausse des salaires et une poursuite de l'affaiblissement du yen semblent toujours représenter les conditions indispensables à tout espoir de relance durable des prix.

Inflation (CPI et PPI)



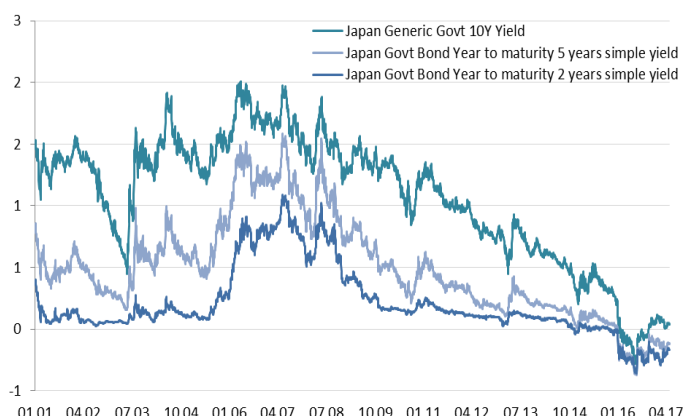
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Du côté des prix à la production, la tendance est plus nette, après deux années de déflation, les indices PPI sont à nouveau en croissance de +2.1% sur un an en avril en raison de la hausse des prix des matières premières et de la faiblesse du yen en particulier. 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 une probable poursuite de la progression des cours du brut.

Toujours éviter les obligations en yen

Le changement de situation sur le plan de l'inflation est encore un phénomène trop récent et de trop faible amplitude pour avoir un impact sérieux sur les taux d'intérêt. Si la tendance haussière des taux longs du gouvernement est indéniable depuis juillet 2016, l'amplitude du mouvement reste tout à fait contenue.

Rendement des obligations gouvernementales



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

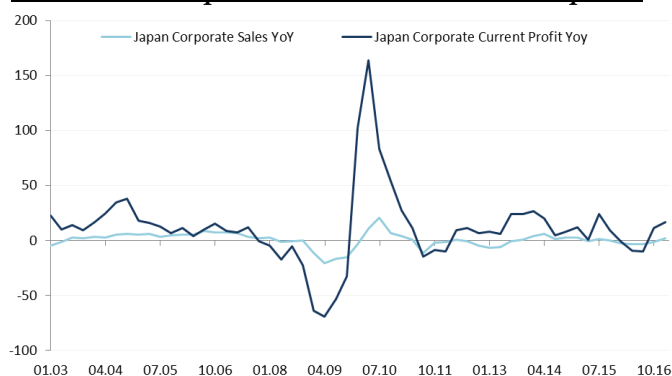
Le rebond des taux longs gouvernementaux en yen de -0.3%, correspondant au niveau plancher atteint juste après le Brexit, à +0.1% en décembre 2016, s'est ensuite interrompu. Depuis le début d'année 2017, les taux à dix ans du gouvernement japonais sont à peine positifs. Le marché obligataire japonais n'offre pour l'instant toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger. Nous n'anticipons pas de modification à court terme de la stratégie de la BOJ qui devrait donc maintenir au cours des prochains mois une politique monétaire caractérisée par un taux directeur négatif de -0.1% et un programme de rachat d'actifs flexible permettant de mieux encadrer les rendements des obligations, et notamment d'empêcher un glissement en terrain négatif des taux longs (QQE with Yield Curve Control).

Titres japonais sous-évalués en comparaison internationale

L'année 2016 aura été une année record pour les profits des entreprises nippones grâce à une hausse de près de +20% des bénéfices reportés. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient progresser pour la cinquième année consécutive et dépasser les 22 milliards de dollars. Nous estimions en début d'année qu'il était probable de voir une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial et de l'affaiblissement du yen. Les entreprises japonaises augmenteront certainement leur « payout ratio » d'environ 4%, mais elles conserveront tout de même des liquidités importantes pour faire face à leurs besoins d'investissement. Elles anticipent une croissance d'environ +5.5% de leurs profits en 2017. La baisse du yen aura clairement été un facteur essentiel du regain d'intérêt des investisseurs pour le marché des actions. Nous avons déjà évoqué il y a quelques mois qu'une baisse du yen serait sans doute le facteur le plus déterminant dans la prochaine phase de hausse de l'indice Nikkei pouvant pousser les valeurs japonaises vers leurs plus hauts niveaux atteints en 2015. Désormais, il est aussi intéressant de considérer que les titres japonais bénéficient encore en 2017 de perspectives favorables de croissance de leurs profits, ainsi que de marges élevées.

En comparaison internationale elles semblent sensiblement moins chères que les valeurs américaines en termes de PE, mais c'est surtout le ratio EV/EBITDA qui est particulièrement favorable aux sociétés japonaises (7.4). Cette mesure est inférieure à celle des titres américains (12), pour un niveau d'endettement moyen inférieur, soit 30% de leur « enterprise value », lorsque ce dernier est d'environ 40% pour les valeurs américaines et de 50% pour les titres européens.

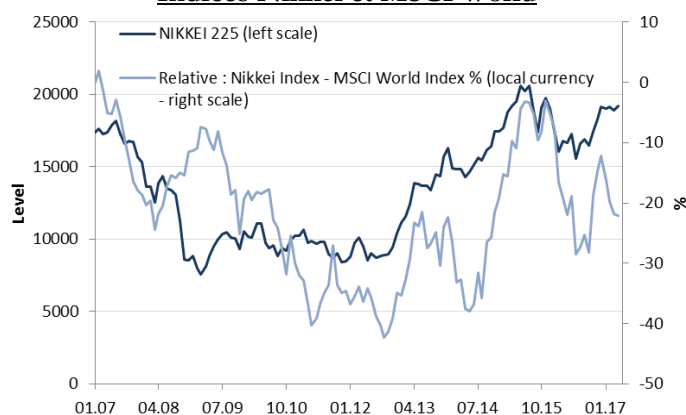
Croissance des profits et des ventes des entreprises



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La future progression du Nikkei reste tributaire d'une poursuite de l'affaiblissement de la devise. Le risque monétaire est donc à prendre en considération dans une exposition globale aux valeurs japonaises. A 15.8x les profits de 2017-2018, le marché offre des opportunités de surprises positives et de réajustement des anticipations.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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