

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



30 septembre 2017

Dissolution tactique au Japon, virage à 180 degrés pour Shinzo Abe

Le PIB progresse de +2.5% sur un an. Contribution positive des exportations et de la consommation. Revalorisation des perspectives bénéficiaires. Nikkei relativement attrayant.

Points clés

- Accélération de la progression du PIB japonais à +2.5% sur un an
- Le boom des exportations continue (+18.1%)
- Amélioration de la balance commerciale à 113 Milliards de Yen
- La crise nord-coréenne n'affecte pas la consommation privée, en hausse de +0.6%
- Vague d'indicateurs économiques positifs en septembre
- Dissolution tactique de la chambre basse
- Législatives anticipées favorables au LPD
- Statu quo de la BOJ et stabilité du yen entre 110 et 120 yen
- Eviter les obligations malgré une inflation encore limitée
- Titres japonais encore relativement attrayants

Accélération de la progression du PIB japonais

La dernière révision des chiffres de croissance du 2^{ème} trimestre (+2.5% sur un an) soutient toujours les attentes d'une reprise plus nette en 2017 pouvant porter la croissance annuelle au-delà des attentes du début d'année.

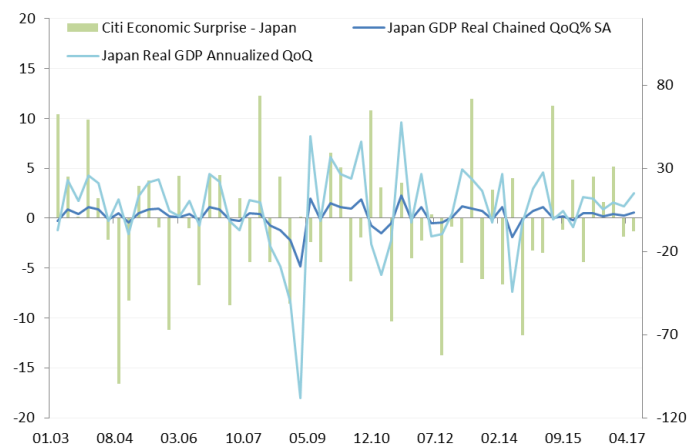
La progression du PIB japonais se renforce donc un peu plus après avoir déjà progressé de +1.7% et de +2.2% au cours des deux précédents trimestres.

Le PIB japonais enregistre maintenant sa sixième 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. Elle profite désormais un peu plus de la dynamique retrouvée de la demande intérieure.

Ce résultat était pourtant un peu décevant au regard des prévisions globales du consensus de +2.9%. Ces développements nous confortent cependant dans notre prévision positive pour le développement conjoncturel au Japon au second semestre. Nous envisageons un développement économique toujours un peu plus favorable pour l'économie nippone, qui pourrait enregistrer une performance supérieure à +2.5% pour l'année 2017.

Le PIB nominal a été révisé en baisse de +4.6% à +3% sur un an et +1.4% sur le trimestre, mais globalement, les données publiées montrent une économie en phase d'accélération, grâce à la consommation privée (+1%) et aux exportations (+0.5%) en particulier.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En août, les exportations ont atteint leur plus forte progression depuis 2013 en avançant de +18.1% (rythme annuel). Nous attendions une poursuite de la dynamique de relance des exportations qui semble donc bien se poursuivre au 3^{ème} trimestre, car même si le yen s'est légèrement apprécié contre le dollar (+3.6%) depuis le début de l'année, sur un an, il s'est tout de même affaibli de -11.5%.

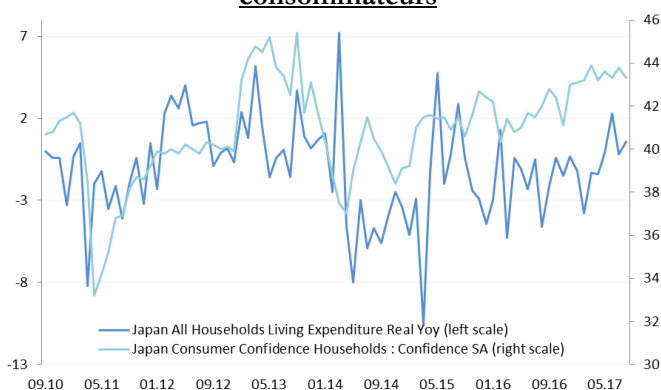
Le boom des exportations continue

L'économie japonaise enregistre effectivement sa plus forte progression des exportations depuis novembre 2013. La reprise japonaise profitera d'une conjoncture mondiale plus favorable et bénéficiera des facteurs traditionnels de l'économie nipponne, très orientée vers les échanges internationaux en seconde partie d'année. Les livraisons de véhicules, de pièces détachées et d'équipements destinés aux semi-conducteurs ont été les vecteurs principaux de ce développement, en particulier à destination des Etats-Unis (croissance de +21.8%). En ce qui concerne les importations, le rythme de progression s'est avéré plus mesuré (+15.2%), bien qu'un peu supérieur aux attentes. La balance commerciale du Japon a ainsi pu s'accroître en enregistrant un excédent de 113.6 milliards de yen. L'amélioration du commerce extérieur japonais est un signe encourageant pour l'évolution future du PIB japonais. Les comptes courants se sont aussi améliorés en passant de 1.5 à 2.03 trillions de yen en juin.

La crise nord-coréenne n'affecte pas la tendance positive de la consommation privée

Les consommateurs japonais restent globalement prudents. Les indicateurs ont en effet de la difficulté à mettre en évidence une tendance solide, mais la consommation semble toutefois gagner un peu en vigueur. La progression réduite des revenus et des salaires constitue certainement une raison importante de ce manque d'enthousiasme. La consommation restera donc un moteur faible pour la croissance du PIB, dans l'attente d'un développement plus net du revenu des ménages.

Dépenses des ménages/confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

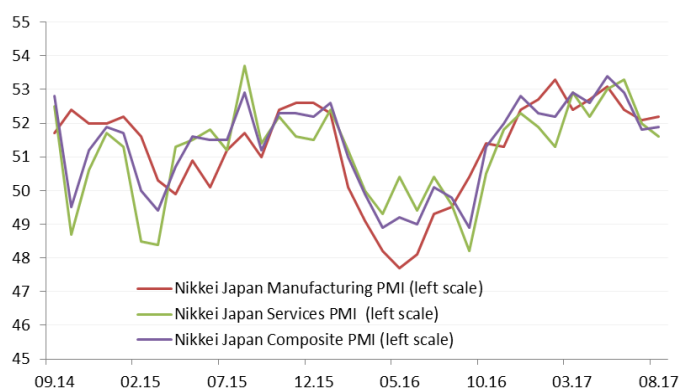
Les incertitudes politiques provoquées par la crise nord-coréenne n'ont pas eu d'influence majeure sur les ventes de véhicules (en hausse) et sur les ventes de détail dans les supermarchés, en progression de +0.6%.

Globalement, les dépenses réelles des ménages ont rebondi de +0.6% sur 12 mois, de concert avec l'évolution du revenu disponible, en hausse de +1.6% sur 12 mois. 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 encore incertains, malgré une poursuite de la baisse du taux de chômage à 2.8%. La confiance des ménages reste élevée (43.3) et le taux de chômage atteint peut-être déjà un seuil proche du plein emploi. Le ratio des offres d'emploi par rapport à la demande est logiquement aussi à son plus haut niveau des trente dernières années à 1.52. 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 donc par la redistribution partielle de ceux-ci sous la forme de hausses générales de salaires. Ces conditions ont selon nous de meilleures chances de se réaliser au second semestre.

Vague d'indicateurs économiques positifs

La troisième économie du monde se porte mieux et les indicateurs avancés semblent aussi pointer vers un renforcement de cette situation. 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, a maintenant un effet visible sur la production industrielle et sur les perspectives du secteur. En août, la production industrielle a progressé de +2.1%, et de +5.4% en rythme annuel après une faiblesse en juillet (-0.8%).

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les résultats sont enfin visibles et surprennent par leur vigueur. Les indicateurs avancés suggèrent désormais une poursuite de la croissance de la production au 3^{ème} trimestre qui soutiendra certainement les chiffres du PIB de la période. Les inventaires ont baissé, ce qui impliquera une hausse de la production à venir. Le PMI des services confirme l'amélioration en progressant à 52.6, un résultat encourageant à moyen terme en regard du chiffre des

nouvelles commandes qui s'améliore aussi à 52.5. Le moral des entreprises du secteur industriel au Japon est au plus haut depuis 10 ans. L'indice de confiance des entreprises manufacturières bondit de 5 points en septembre. Cette tendance est similaire pour les entreprises des services. Ces éléments tombent aussi à pic d'un point de vue politique, car ils renforcent le sentiment d'efficacité du plan mis en œuvre par le premier ministre Shinzo Abe, alors que ce dernier est désormais en campagne pour les élections législatives. Le PIB japonais a enregistré au deuxième trimestre sa 6^{ème} progression trimestrielle consécutive, ce qui constitue déjà la plus longue phase de croissance depuis 2005. La relance des exportations attendue avec la baisse du yen s'est effectivement concrétisée, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial. Depuis le début de l'année, le yen s'est légèrement apprécié contre le dollar (+3.6%), mais sur un an, il s'est tout de même affaibli de -11.5%. Le succès des Abenomics se fait donc enfin sentir au niveau de la croissance économique, mais il peine encore à se montrer sur l'inflation et le pouvoir d'achat en particulier.

Dissolution tactique de la chambre basse

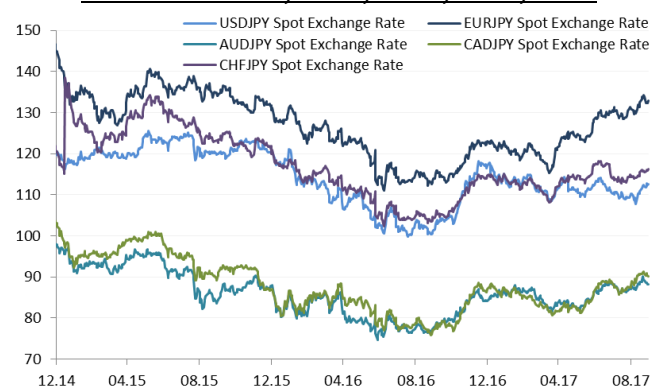
Le premier ministre a annoncé le jeudi 28 septembre, en vertu de l'article 7 de la Constitution, la dissolution de la chambre basse, provoquant ainsi des élections anticipées. La décision de Shinzo Abe de convoquer des élections législatives anticipées pour le 22 octobre n'est sans doute pas étrangère à l'embellie relative que connaît l'archipel depuis quelques trimestres. Cinq ans après le lancement de son programme ambitieux de relance, force est de constater que si les résultats sont partiellement satisfaisants, certaines réformes annoncées avancent lentement. En décidant de dissoudre la chambre basse du parlement un an avant l'échéance de son mandat, il tente une nouvelle manœuvre visant à obtenir un plus large soutien pour accélérer ses projets de hausse des dépenses publiques. Il est vrai que le virage à 180 degrés proposé pourrait bien séduire les électeurs car l'affectation des ressources nouvelles obtenues par le passage de 8 à 10% de la TVA sera désormais dirigé vers la population et non plus vers la réduction de la dette publique comme cela était initialement prévu. La dette publique de 240% du PIB ne sera donc pas réduite, puisque les nouveaux fonds seront consacrés aux familles, aux personnes âgées et au secteur de l'éducation. En attendant la hausse de la TVA promise pour 2019, une rallonge budgétaire de 2'000 milliards de yen sera mise sur pied. Avec un tel programme, on comprend l'impatience de Shinzo Abe d'organiser des élections anticipées qui conduiront certainement le LDP vers une nouvelle victoire. La cote de popularité du leader nippon s'était déjà trouvée

renforcée par sa fermeté dans la gestion de la crise coréenne, il en profite donc pour tenter de couper l'herbe sous le pied de sa rivale Mme Koike, qui vient d'annoncer la création du Parti de l'Espoir et fait ainsi éclater le Parti Démocrate, jusqu'alors l'une des principales forces d'opposition. Sans envisager une éventuelle fusion, le Parti Démocrate laissera ses candidats libres de se rallier au parti de Mme Koike. La stratégie n'est pas nouvelle pour M. Abe qui avait déjà expérimenté cette technique en 2014 et qui espère donc encore renforcer sa présence dans la chambre basse. Le LPD dispose aujourd'hui avec son allié Komeito de 322 sièges sur 465.

Statu quo de la BOJ et stabilité du yen

La Banque du Japon a maintenu ses perspectives économiques et sa politique monétaire lors de sa dernière réunion du 21 septembre, espérant toujours que le renforcement conjoncturel en cours permettra une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité de +2%. Quelques dissensions ont été relevées à cette occasion, l'un des nouveaux membres du conseil de la BOJ s'étant exprimé pour indiquer que les politiques actuelles étaient insuffisantes pour provoquer la relance de l'inflation espérée. L'objectif de taux à court terme reste inchangé à -0.1%, comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La devise nippone n'a pas réagi significativement à cette annonce, ni à l'amélioration des anticipations de croissance économique observée ces dernières semaines. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui restera certainement encore écarté en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

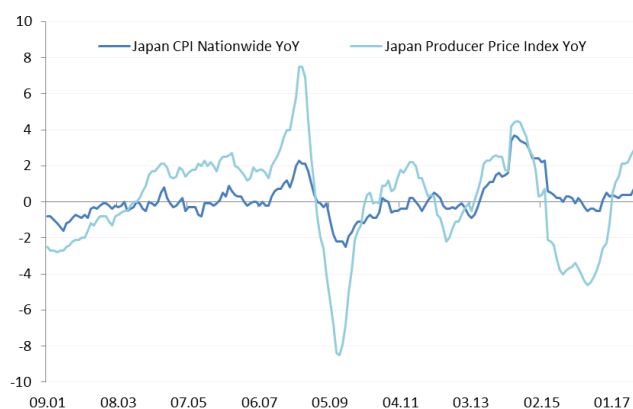
La politique gouvernementale cherche donc toujours à affaiblir le yen, alors que les différentiels de taux d'intérêt et la perspective de nouvelles hausses des taux aux Etats-Unis pèseront sans doute encore un peu sur le yen en 2017. L'affaiblissement du taux de change était l'un des éléments clés de 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.

Eviter les obligations malgré une inflation encore limitée

Les premiers signes de reprise des indices de prix se sont un peu renforcés, permettant à l'indice CPI national de montrer une progression annuelle de +0.7% en août. L'inflation est cependant encore loin de l'objectif de la BOJ. La poursuite de l'affaiblissement du yen semble toujours la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix. 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. Le marché obligataire japonais n'offre pour l'instant toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

Inflation (CPI et PPI)



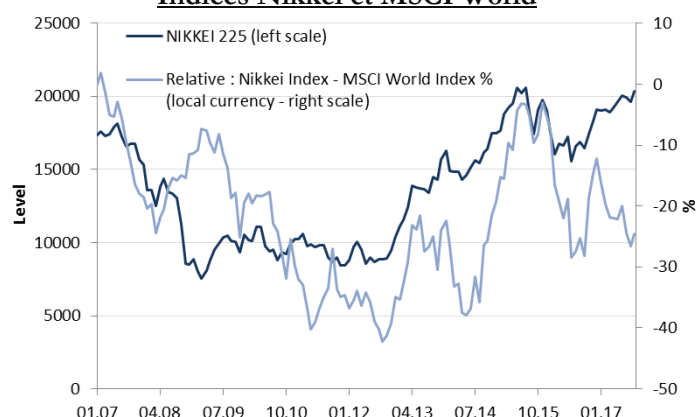
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Titres japonais toujours relativement attrayants

Nous estimons en début d'année qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones était hautement probable, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial et de l'affaiblissement du yen. Les résultats publiés ont effectivement été meilleurs

que prévus et l'on assiste donc logiquement désormais à des révisions de bénéfices en hausse pour les douze prochains mois. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser pour la cinquième année consécutive. Nous avons déjà évoqué il y a quelques mois le fait 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. C'est désormais le cas, le Nikkei n'est qu'à 600 points du sommet de 21'000, soit à peine +2.8%. Malgré cette progression, la performance du marché japonais (+6.7%) est un peu en retard sur celle du marché américain (+12.8%) et européen (+9.3%) en 2017.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En comparaison internationale, les actions japonaises (15.8x 2018) sont un peu moins chères que les valeurs américaines (17.4x 2018) en termes de PE. Les bilans sont dans l'ensemble solides et les changements apportés par une meilleure gouvernance sont notables. Il faut cependant garder à l'esprit que la future progression du Nikkei reste en partie au moins tributaire du maintien d'un taux de change affaibli contre le dollar. Le risque monétaire est donc à prendre en considération dans une exposition globale aux valeurs japonaises. Le marché offre encore des opportunités de surprises positives et de réajustement des anticipations au cours des prochains trimestres.

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