

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



8 décembre 2017

Le Nikkei a touché 23'000, c'est le moment de prendre des profits

L'économie japonaise est toujours dynamique. Les exportations restent le moteur principal. La consommation hésite encore. Le Nikkei reflète peut-être déjà la progression des bénéfices.

Points clés

- Nouvelle progression du PIB de +0.6% au 4^{ème} trimestre et +2.5% en rythme annuel
- Plus longue expansion économique au Japon depuis le milieu des années 90
- Les exportations tirent toujours la croissance avec une hausse de +14.1% sur un an
- Le PIB ne peut croître sans une reprise de la demande intérieure
- Répartition trop déséquilibrée des revenus
- Espoirs pour la consommation privée en 2018
- Hésitations de quelques indicateurs avancés
- L'affaiblissement du yen devrait encore se poursuivre
- L'inflation ne décolle toujours pas
- Les obligations ne présentent pas d'intérêt
- Prendre des profits sur le Nikkei

Plus longue expansion économique au Japon depuis le milieu des années 90

Après un résultat particulièrement solide au 2^{ème} trimestre (+2.5% annualisé), la croissance du PIB du 3^{ème} trimestre semblait un peu moins enthousiasmante en première estimation. Le PIB semblait avoir enregistré une nouvelle progression de +0.3% (+1.4% annualisé), ce qui marquait sa septième avancée consécutive et l'une des plus importantes séquences d'expansion des dix dernières années, mais ce développement montrait un certain tassement dans la performance économique du pays avant la révision de ce jour.

Les chiffres révisés montrent une progression finalement bien supérieure, le PIB avancerait

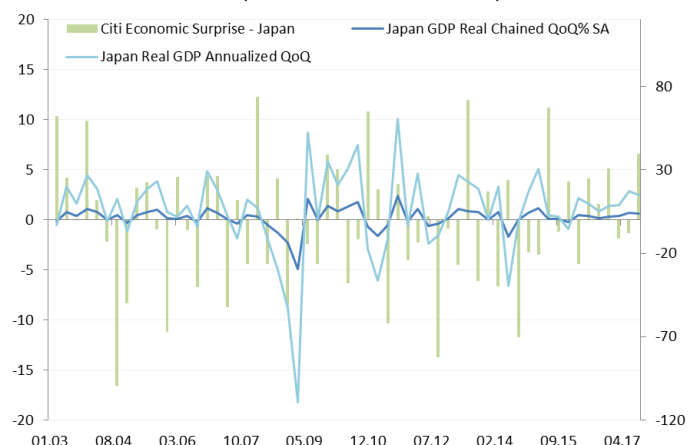
finalement de +0.6% sur trois mois, soit à nouveau +2.5% en rythme annuel.

Ce résultat ne remet donc pas en question 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 qui semblait avoir perdu un peu de sa dynamique, alors que le contexte économique international a pourtant été plutôt meilleur et que la valeur du yen s'est affaiblie, montre finalement une bonne tenue et une croissance supérieure au potentiel.

L'économie japonaise a en fait encore été soutenue par la poursuite de la reprise des exportations déjà observée au cours des précédents trimestres et par une reprise de l'investissement. La dynamique s'est donc avérée supérieure qu'en première analyse. Les exportations ont avancé de +1.5% au cours du trimestre pour un résultat de +14.1% sur un an.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Le PIB ne peut croître sans une meilleure contribution de la demande intérieure

L'économie japonaise ne profite toujours pas assez de la demande intérieure, qui peine à s'affirmer. Les dépenses publiques ont pesé sur les chiffres du PIB en raison d'une contraction de -2.5% qui a suivi la hausse de +5.8% du trimestre précédent. La demande privée, représentée par la consommation des ménages, a elle aussi marqué le pas en restant stable (0%) après une contribution de +0.7% au 2^{ème} trimestre. Hors inventaire, la consommation privée a en fait décliné de -0.5%, certainement en raison toujours d'une faible progression des salaires et de conditions météorologiques contraires. Ces développements sont en fait relativement décevants et de nature à questionner les prévisions pour le second semestre. Nous envisageons un développement économique plus favorable pour l'économie nipponne au second semestre en raison d'une reprise attendue de la consommation qui pourrait encore se matérialiser.

La croissance du PIB ne peut être supportée exclusivement par la demande extérieure. La bonne tenue des exportations devrait se poursuivre, mais les doutes subsistent sur la capacité de la demande intérieure à redevenir un contributeur suffisant et surtout durable pour la croissance globale en 2018.

Nos perspectives tablent toutefois sur une croissance malgré tout à nouveau un peu plus équilibrée entre les trois facteurs déjà mentionnés.

Répartition trop déséquilibrée des revenus

La consommation privée et publique devrait reprendre et supporter une poursuite de la contribution positive du secteur industriel et exportateur soutenu par un yen faible et une demande mondiale plus forte. Mais attention à la problématique toujours persistante au Japon d'une répartition déséquilibrée des revenus. La reprise actuelle est bienvenue, mais elle ne produit toujours pas les effets escomptés sur le marché du travail et sur le rééquilibrage attendu des revenus. La rentabilité des entreprises est élevée, mais cette situation ne se modifie toujours pas en faveur des salariés comme l'a toujours espéré la BoJ.

La croissance est structurellement faible en raison de l'impossibilité des ménages d'accroître leur niveau de consommation.

Cette faiblesse persistante ne peut être directement stimulée par les Abenomics. En l'absence d'un partage des revenus plus équitable, par exemple par une hausse des salaires, la politique de la BoJ restera

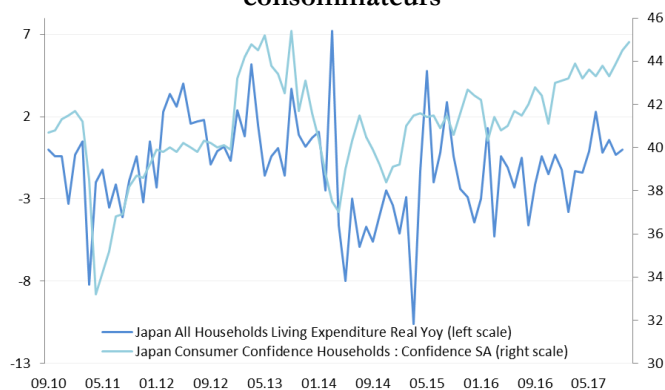
expansionniste, les taux resteront proches de zéro et l'endettement public devrait encore croître.

Dans ce contexte il ne faut peut-être pas être trop optimiste pour l'évolution du PIB japonais qui devrait tout de même avancer de +2.5% en 2018.

Espoirs pour 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 devrait toutefois gagner un peu en vigueur avec l'évolution positive du marché de l'emploi et de l'économie. La progression réduite des revenus et des salaires constitue toujours 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

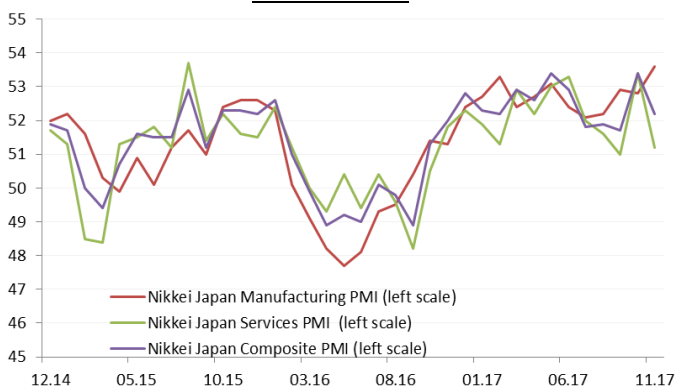
Globalement, l'évolution des dépenses réelles des ménages est décevante, après un net rebond de +0.6% en août, les dépenses stagnent en octobre. La bonne surprise provient sans doute de l'évolution positive de la confiance des ménages qui progresse nettement depuis trois mois de 43.3 à 44.9 et qui s'approche ainsi du maximum de la décennie atteint en 2013. La situation du marché du travail contribue certainement à l'amélioration du sentiment des ménages, car le taux de chômage semble avoir atteint un plancher (2.8%) et 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 1.55 encore un peu plus haut que le trimestre précédent. La consommation est structurellement faible en raison d'une répartition déséquilibrée des revenus. Les résultats des entreprises sont excellents en 2017, mais les effets d'une amélioration très sensible de ces derniers sur les revenus des travailleurs restent très limités. La hausse des salaires n'est que de +0.5%, certainement très insuffisante pour

relancer la demande intérieure. Pourtant, c'est bien sur cette transmission des revenus que comptait la BoJ pour relancer l'inflation et la consommation. Si ces conditions n'ont pas encore été réunies elles ont selon nous de meilleures chances de se réaliser désormais.

Hésitation de quelques indicateurs avancés

Les chiffres du 3^{ème} trimestre sont donc plutôt bons, la troisième économie du monde se porte mieux et les indicateurs avancés semblent aussi pointer vers un renforcement de cette situation malgré quelques hésitations temporaires. 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, qui semblent toutefois manquer de soutien de la part des indicateurs avancés pour escompter une accélération au 4^{ème} trimestre et en début d'année 2018.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

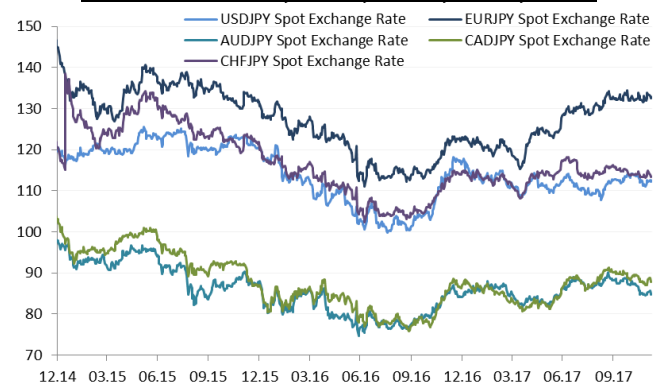
En octobre la production industrielle a pourtant encore progressé de +0.5%, et de +5.9% en rythme annuel. Les indicateurs avancés suggéraient déjà une poursuite de la relance économique au Japon au 3^{ème} trimestre qui s'est confirmée, mais depuis quelques mois ils montrent quelques signes d'hésitation. La hausse des inventaires des derniers mois laisse présager une diminution de l'activité à venir et de la production industrielle. Le PMI manufacturier pour novembre atteint 53.6, soit légèrement plus haut qu'en février dernier, mais l'indice global (52.2) subit l'impact de la correction du PMI des services en contraction de 53.4 à 51.2.

L'affaiblissement du yen devrait se poursuivre

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2%. Elle n'a pas modifié son analyse des

conditions économiques et poursuit sa politique monétaire de taux bas et d'injections monétaires. Elle espère toujours que la conjoncture japonaise, sera suffisante pour permettre une hausse de l'inflation vers l'objectif souhaité. L'objectif de taux à court terme reste inchangé (-0.1%), comme celui de piloter les taux à 10 ans à un niveau proche de 0%. La corrélation observée avec les mouvements de taux longs impliquera un léger changement de définition des objectifs, la BoJ considérera sans doute le taux de 0% comme la limite basse de son objectif. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, qui devrait rester un facteur important dans le futur déclin de la devise nipponne. Nous sommes toujours d'avis que l'amélioration des fondamentaux n'aura pas d'impact immédiat sur le yen, qui restera certainement encore délaissé par les investisseurs 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 devraient s'accroître et pénaliser la monnaie nipponne. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine ainsi que des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis pèseront sans doute encore un peu sur le yen en 2018. 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.

Le yen devrait revenir dans une bande de fluctuation comprise entre 115 et 120 yen pour un dollar au cours des prochains trimestres.

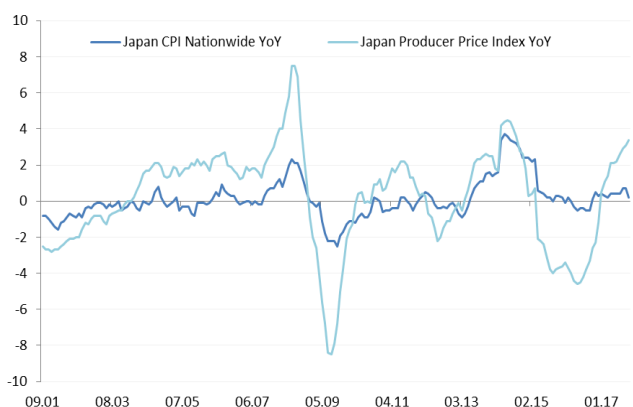
L'inflation ne décolle pas, mais les obligations n'offrent toujours pas de perspectives

La reprise des indices de prix s'essouffle déjà, l'indice CPI national replonge de +0.7% à +0.2% en octobre. L'inflation est donc à nouveau loin de l'objectif de la BOJ.

Un nouvel 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 notable sur les taux d'intérêt. Le tassement de la croissance et des perspectives réduites pour 2018 ne contribuent pas à l'amélioration des prévisions pour les indices de prix. Le marché obligataire japonais n'offre pour l'instant toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

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 largement le cas, puisque le Nikkei a dépassé de +8.5% le précédent sommet de 21'000 points. Cette hausse extraordinaire (+12%) enregistrée depuis notre dernière prévision du mois de septembre porte la progression YTD à +21.4% en monnaie locale, soit un peu plus que le résultat obtenu par l'indice S&P500 (+20.4%).

Inflation (CPI et PPI)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Prendre des profits sur le Nikkei

Nous estimions 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. La dernière saison d'annonce des résultats laisse désormais espérer une poursuite de la hausse des profits pour l'exercice au 31 mars 2018 probablement supérieur au 13-15% attendus par le consensus dans un contexte de « forward guidance » certainement un peu prudent. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser pour la cinquième année consécutive. Nous avons évoqué il y a quelques mois le fait qu'une

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En comparaison internationale, les actions japonaises se traitent désormais à 19x les bénéfices attendus pour mars 2018 (17x 2019), ce qui pourrait être raisonnable compte tenu de la probabilité de surprises positives pour l'exercice complet. Leur valorisation est en fait similaire à celle des valeurs américaines. 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.

Cependant, dans un contexte de marchés actions plutôt richement valorisé, nous considérons approprié d'engager un processus de prises de profits dans l'attente de meilleures opportunités.

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