



12 mars 2018

## La force du yen menace la croissance du PIB et le marché actions

**Un affaiblissement du yen est indispensable. La consommation et les indicateurs avancés hésitent. Les exportations et les profits des sociétés fléchissent. Prématuré d'acheter le Nikkei.**

### Points-clés

- La force du yen menace la croissance japonaise
- Risque de tassement conjoncturel au 1<sup>er</sup> trimestre 2018
- Le cycle des exportations a déjà faibli
- La croissance des profits des entreprises fléchit
- La consommation privée reste tendanciellement modérée
- Les indicateurs avancés sont encore moroses
- Le yen retrouve temporairement son caractère de monnaie refuge
- La BoJ n'a pas d'autre choix que de poursuivre sa politique monétaire pour affaiblir le yen
- Enfin des signes de renforcement de l'inflation
- Il est encore trop tôt pour racheter le Nikkei
- Sous-pondérer les actions japonaises
- Un affaiblissement du yen est indispensable

### La force du yen menace la croissance japonaise

La croissance japonaise a finalement été plutôt forte en 2017, mais elle termine sur un résultat annualisé de +1.6% plus faible au 4<sup>ème</sup> trimestre. Les données trimestrielles ont été relativement volatiles à l'image du 3<sup>ème</sup> trimestre, qui marquait une accélération de la dynamique économique de +2.5%. L'économie japonaise boucle donc l'année sur une note moins positive, rallongeant toutefois la phase de croissance actuelle en enregistrant sa huitième progression trimestrielle consécutive.

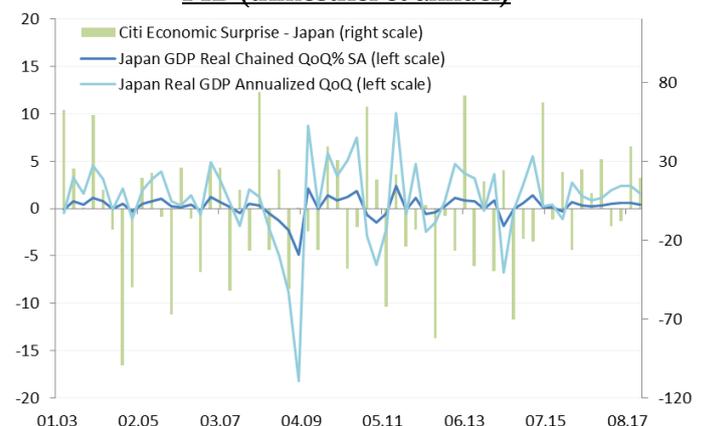
La progression du PIB japonais a perdu un peu de sa dynamique, alors que le contexte économique international s'est pourtant renforcé dans le même temps. Au cours des prochains mois, elle pourrait toutefois fléchir un peu plus, en raison de la vigueur affichée du yen depuis plusieurs mois.

En effet, on devrait assister, en ce début d'année 2018, à un tassement conjoncturel au Japon provoqué, en particulier, par la hausse du yen de +10% contre le dollar.

La force inattendue du yen menace clairement la reprise des exportations et de profits des entreprises, qui ont été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle.

L'économie japonaise a, en effet, été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations et par une reprise de l'investissement. La croissance des exportations a déjà fléchi depuis quelques mois et, même si en janvier elle s'affiche encore à +12.2%, elle est désormais sensiblement en dessous de la croissance de +18% enregistrée en août.

### PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'économie japonaise risque donc de manquer rapidement du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a plus que jamais besoin de confiance ainsi que d'une réelle croissance des salaires et du revenu disponible des ménages. La croissance des profits des entreprises devait permettre une hausse des

salaires, mais elle a déjà chuté sensiblement de +5.5% à seulement +0.9% entre le 3<sup>ème</sup> et le 4<sup>ème</sup> trimestre 2017. On est désormais loin du taux de croissance de +26.6% enregistré au 1<sup>er</sup> trimestre, ce qui peut remettre en question les perspectives de hausse de la consommation. La hausse du yen est donc une menace significative pour l'économie japonaise qui n'est pas en état de faire face à une appréciation durable de sa monnaie. La BoJ est, sans aucun doute, consciente de l'importance de ce facteur, mais n'a pas d'autres moyens à sa disposition pour contrer les effets négatifs d'une devise forte que ceux déjà mis en œuvre.

**Cette situation est relativement préoccupante et remet en question les perspectives du Japon pour les prochains trimestres. En l'absence d'un affaiblissement prochain du yen, nous envisageons un développement économique plus incertain pour l'économie japonaise en 2018.**

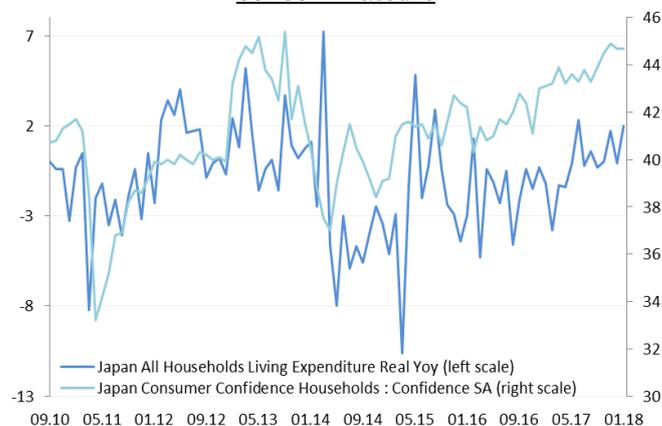
**La croissance du PIB pourrait ne plus être autant supportée par la demande extérieure et souffrir, en même temps, d'un tassement de la demande intérieure. Les espoirs d'une relance conjoncturelle en 2018 reposent donc sur un renversement de tendance en matière de taux de change et d'un affaiblissement net du yen.**

### La consommation privée reste tendanciellement modérée

Dans un tel contexte, il n'y a rien d'étonnant à ce que les consommateurs japonais restent globalement prudents. Les indicateurs ont, en effet, de la difficulté à mettre en évidence une tendance solide pour la consommation domestique, mais elle 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 à 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. Globalement, l'évolution des dépenses réelles des ménages a évolué favorablement et enregistre une progression annuelle encourageante de +2% en janvier. Mais le revenu annuel des ménages stagne (+0.2%) en termes nominaux et baisse de -1.5% en termes réels. Sur une base trimestrielle, l'indice de la consommation privée du PIB fait état d'une progression de +0.5%, ce qui explique la relative stabilité de la confiance des ménages à peine en déclin de 44.7 à 44.4, qui reste ainsi proche du maximum de la décennie atteint en 2013. La situation du marché du travail contribuera certainement à l'amélioration du sentiment des ménages, car le taux de chômage a encore chuté de 2.8% à 2.4% et se situe

désormais peut-être déjà au seuil de 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 1.59, légèrement plus haut que le trimestre précédent.

### Dépenses des ménages/confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La consommation pourrait donc rester un contributeur important à l'évolution du PIB, mais elle sera encore structurellement faible, aussi longtemps que la répartition des revenus de la croissance ne sera pas mieux équilibrée. L'amélioration des résultats des entreprises n'a, en effet, toujours pas provoqué les hausses de salaires attendues.

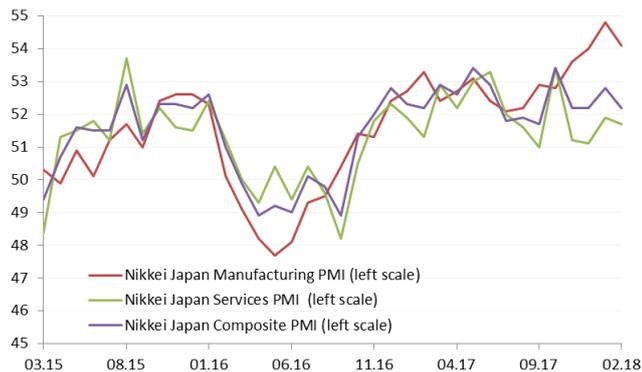
**Cette transmission des revenus est toujours espérée par la BoJ pour relancer l'inflation et la consommation. Si ces conditions n'ont pas encore été réunies, elles ont désormais, selon nous, de meilleures chances de se réaliser. Mais un affaiblissement du yen reste certainement toujours une condition indispensable.**

### Indicateurs avancés toujours moroses

Le retour des incertitudes liées aux résultats du quatrième trimestre ne sera pas immédiatement contré par des indicateurs avancés, lesquels restent encore relativement moroses. L'économie japonaise est en croissance, mais l'hésitation est toujours présente et la vigueur, probablement temporaire, du yen ne rassure pas. 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 eu un effet visible sur la production industrielle, dans un premier temps et sur les perspectives du secteur, mais les indicateurs avancés n'annoncent pas d'accélération en ce début d'année 2018. A contrario, la production industrielle a encore montré une volatilité extrême en janvier (-6.6%), provoquant une correction nette du rythme de croissance annuelle de +4.4% à seulement +2.7%. La hausse des

inventaires des derniers mois laissait présager une diminution de l'activité à venir et de la production industrielle, mais elle s'avère plus sensible qu'escompté. La tendance reste positive, mais elle semble fortement mise à mal par la hausse du yen. Le PMI global glisse à nouveau de 52.8 à 52.2 en février et se situe dans les niveaux bas de l'année 2017. Le PMI des services se maintient à 51.7, légèrement en dessous de sa valeur de janvier, indiquant un ralentissement du rythme de croissance des nouveaux contrats.

### Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le PMI manufacturier pour février a fléchi de 54.8 à 54, sous l'impulsion de la hausse du yen, mais la chute du sous-indice des nouvelles commandes est plus significative (effondrement de 57.4 à 54) et plus inquiétante pour l'évolution à venir, même si cet indicateur reste toujours, pour le dix-huitième mois consécutif, dans une zone d'expansion.

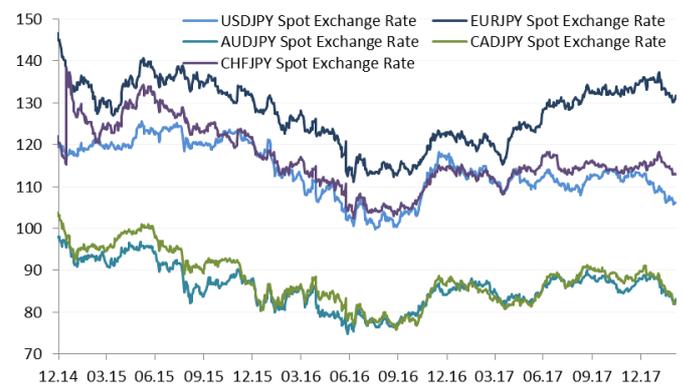
### Le yen retrouve temporairement son caractère de monnaie refuge

La Banque du Japon n'a toujours pas beaucoup plus de marge de manœuvre pour tenter d'atteindre son objectif d'inflation de 2% (CPI 1.4% en janvier). 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%. Le président Kuroda ne modifiera certainement pas sa politique, laquelle 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 demeurera certainement encore délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable. 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 changement de politique monétaire n'est effectivement pas pour 2018, même si on constate que la BoJ a sensiblement réduit le rythme de ses achats de titres au point que son bilan a enregistré sa première contraction presque imperceptible en décembre. Nous ne pensons pas que cet événement soit déjà annonciateur d'une nouvelle politique monétaire, même si le gouverneur Kuroda a récemment annoncé qu'il normaliserait sa politique, si l'objectif d'inflation était atteint.

**Le yen a profité de son statut de valeur refuge ces dernières semaines, mais il devrait cependant s'affaiblir à nouveau et s'approcher du haut de sa bande de fluctuation des douze derniers mois (USD 110, CHF 110, Euro 135).**

### Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



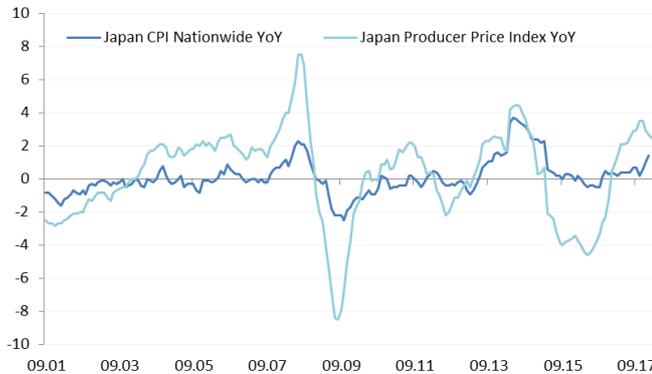
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### Enfin des signes de renforcement de l'inflation

La reprise des indices de prix s'essoufflait en fin d'année, mais elle pourrait bien désormais à nouveau s'intensifier en début d'année, comme le suggère la hausse du CPI de +1.4% en janvier et les chiffres de février pour la ville de Tokyo, un indicateur plutôt fiable de l'évolution des prix sur l'ensemble du pays. Un nouvel affaiblissement du yen semble toujours être la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix, mais désormais les tensions sur le marché du travail pourraient enfin agir sur les salaires et les prix. En effet, le taux de chômage a chuté en janvier à 2.4%, très en dessous des estimations de 2.8%. La BoJ pourrait donc prochainement espérer voir ses prévisions se concrétiser enfin, mais on est encore loin de l'objectif de 2% annoncé. La baisse du yen reste un facteur essentiel pour soutenir la croissance des

profits des entreprises et favoriser la progression des salaires. Dans ce contexte, le marché obligataire japonais n'offre toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

### Inflation (CPI et PPI)



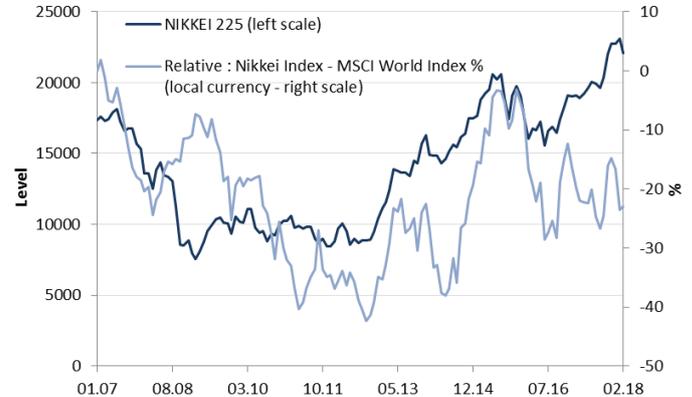
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### Il est encore trop tôt pour racheter le Nikkei

En décembre 2017, nous suggérons de prendre des profits sur le marché japonais, lorsque celui-ci touchait le niveau de 23'000 points. Depuis, la consolidation des bourses internationales a certainement contribué à la prise de conscience des investisseurs que les actions japonaises restaient très dépendantes de l'évolution du taux de change. La chute du Nikkei de -13% à 21'000 points a été l'une des plus fortes des marchés développés. Nous avertissions, il y a quelques semaines, qu'il nous semblait difficile pour les actions japonaises de poursuivre leur hausse en 2018, si le contexte monétaire n'était pas plus défavorable au yen. La hausse du yen de +6% contre le dollar, qui a accompagné le retour des incertitudes des investisseurs en ce début d'année, a donc été un facteur déterminant de la faiblesse des valeurs japonaises. Aujourd'hui, nous estimons qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est encore probable, en raison notamment de la reprise du cycle économique mondial, mais celle-ci est toujours plus dépendante d'un futur affaiblissement du yen. Les résultats publiés ont effectivement été meilleurs que prévus et l'on a pu assister à des révisions de bénéfices positives pour 2018. La dernière saison d'annonce des résultats laisse désormais espérer une hausse des profits pour l'exercice au 31 mars 2018, probablement

supérieure aux 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.

### Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Nous recommandons en décembre de prendre des profits sur les valeurs japonaises, suite à la hausse annoncée des cours qui avait porté le Nikkei vers de nouveaux sommets. Les actions japonaises se traitaient alors à 19x les bénéfices attendus pour mars 2018 (17x 2019), ce qui pouvait être considéré comme encore raisonnable, compte tenu de la probabilité de surprises positives pour l'exercice complet. Mais si leur valorisation était en fait similaire à celle des valeurs américaines, nous rappelions que le risque monétaire devait être pris en considération. Même si le marché offrait encore des opportunités de surprises positives et de réajustement des anticipations au cours des prochains trimestres, le contexte de valorisations riches justifiait une prise de profits, dans l'attente de meilleures opportunités.

**Les valorisations ont été corrigées de 10% et sont désormais moins excessives. Cependant, les valeurs japonaises ne devraient pas pouvoir s'affranchir du climat boursier encore marqué par l'incertitude de remontées de taux d'intérêt. Aussi, dans l'attente d'une meilleure visibilité et d'un ajustement du taux de change, il nous semble encore un peu prématuré de réinvestir les liquidités en titres japonais.**

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 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch