



Premier recul de la croissance japonaise depuis 2015 au T1

Risques de récession technique au T2. La baisse du yen est encore insuffisante. Hésitation des indicateurs avancés. « Output gap » positif. La hausse du Nikkei dépend du facteur yen.

Points clés

- Les risques de tassement conjoncturel annoncés se sont matérialisés au 1er trimestre (-0.2%)
- Recul de la croissance de -0.6% sur un an
- Fin d'une longue séquence de progressions trimestrielles du PIB japonais
- L'économie devrait pouvoir éviter une récession technique au 2ème trimestre
- Faiblesse persistante des dépenses des ménages
- Taux de chômage historiquement bas (2.5%)
- Indicateurs avancés toujours moroses
- Nouvelle faiblesse du yen contre dollar
- Un « Output gap » positif (+1.5%) soutiendra une progression de l'inflation
- Niveaux de profits record en 2018 pour les sociétés du Nikkei (+35%)
- La future hausse du Nikkei dépendra du yen

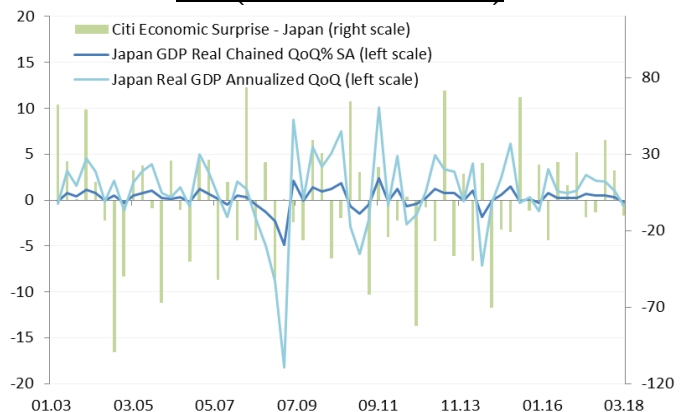
La croissance japonaise a donc finalement marqué le pas après huit trimestres de croissance d'affilée. Ce résultat interrompt l'une des plus longues séquences de progressions régulières du PIB japonais.

Le rythme de croissance s'était déjà essoufflé au cours des derniers trimestres laissant entrevoir un probable développement négatif en début d'année 2018. Nous relevions ainsi dans nos analyses de début d'année l'accroissement des risques de contreperformance économique au Japon en raison notamment de l'effet de change. Mais ce dernier n'aura pas été le seul facteur déterminant, car malgré la hausse du yen de +10%, les exportations ont, par exemple, été encore relativement solides et ont apporté une contribution positive de +0.6% au PIB. La progression de +0.3% des dépenses d'investissement des entreprises a également été un facteur positif, mais ces deux éléments conjoints n'ont pas suffi à contrer la faiblesse de la consommation privée en légère contraction de -0.1%.

Les risques de tassement conjoncturel annoncés se sont matérialisés au 1^{er} trimestre

Notre prévision d'un probable tassement conjoncturel au Japon pendant le 1^{er} trimestre, provoqué notamment par la hausse du yen de +10% contre le dollar, s'est donc effectivement matérialisé avec la confirmation du recul de -0.2% du PIB sur trois mois. Le PIB réel sur un an est désormais en recul de -0.6%, sa plus mauvaise performance depuis le 4^{ème} trimestre 2015. La vigueur inattendue du yen entre les mois de décembre 2017 et de mars 2018 a clairement freiné la reprise des exportations et des profits des entreprises, qui avaient été des moteurs importants de la reprise conjoncturelle. Mais c'est surtout la baisse de la consommation des ménages qui a pesé sur le rythme de croissance du PIB en début 2018.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'économie japonaise avait été soutenue par un environnement favorable au développement de ses exportations en 2017 et par une reprise de l'investissement, mais la hausse du yen a clairement

pénalisé cette reprise économique et risque encore de peser sur l'évolution du PIB au 2^{ème} trimestre.

L'économie devrait éviter une récession technique au 2^{ème} trimestre

La croissance des exportations au 1^{er} trimestre a nettement fléchi (+7.8%) sur un an en mars. Elle perdait de fait plus de la moitié de sa dynamique enregistrée en août 2017 (+18%). Nous craignons encore que l'économie japonaise manque du soutien d'une devise faible, au moment où la demande domestique a plus que jamais besoin de confiance et 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 +0.9% entre le 3^{ème} et le 4^{ème} trimestre 2017, pour s'établir à peine à +0.2% à la fin mars. Le taux de croissance de +26.6% enregistré au 1^{er} trimestre 2017 est bien loin désormais. Dans ce contexte, il est aussi légitime de s'inquiéter pour les perspectives de la consommation alors que l'inflation a fléchi de 1.1% en mars à 0.6% en avril.

La hausse du yen s'est heureusement interrompue en mars et fait désormais place à une faiblesse enfin bienvenue pour l'économie japonaise. La menace diminue donc au 2^{ème} trimestre, mais à 109.5 yen pour 1 dollar le yen reste « fort » contre le dollar en comparaison à sa valeur du 31 décembre 2017. 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 reste tout de même préoccupante et pèse toujours sur les perspectives du Japon pour les prochains trimestres.

En l'absence d'un plus net affaiblissement au T2 du yen, nous envisageons un développement économique toujours 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 plus durable en matière de taux de change et d'un affaiblissement plus net du yen.

Même si les risques sont désormais réels de voir la vigueur du yen entraîner une nouvelle fois

l'économie japonaise dans une récession technique surprise, il nous semble que l'économie nipponne devrait éviter le pire au 2^{ème} trimestre.

Faiblesse persistante des dépenses des ménages

Après une hausse encourageante en janvier de +1.9%, les dépenses des ménages ont reculé les trois mois suivants de -0.9%, -0.7% et -1.3% en base annuelle. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents malgré un niveau de chômage toujours très bas. En effet, la croissance des salaires ne profite pas du taux de chômage historiquement faible, le rebond de +2% des revenus en mars a malheureusement été suivi par un taux plus faible en avril d'à peine +0.9%.

Faudra-t-il attendre que le taux de chômage (2.5%) chute encore en-dessous de 2% pour voir enfin une croissance des salaires supérieure à +2.5% et observer un effet induit notable sur l'inflation ?

La situation du marché du travail s'est pourtant améliorée comme le suggère également le ratio des offres d'emploi par rapport à la demande, au plus haut niveau des trente dernières années à 1.59. Mais la progression réduite des revenus et des salaires reste un facteur déterminant du manque d'enthousiasme des consommateurs.

Aussi longtemps que le revenu net des ménages ne montrera pas de progression plus significative, il y a fort à craindre que la consommation privée ne pourra pas apporter la contribution espérée à la croissance du PIB.

Dépenses des ménages/confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La BoJ espère toujours de son côté que les profits des entreprises seront mieux répartis et permettront en particulier une hausse des revenus indispensable à la croissance de la demande privée et à la relance de l'inflation. Un affaiblissement du yen reste

certainement une condition indispensable pour atteindre cet objectif.

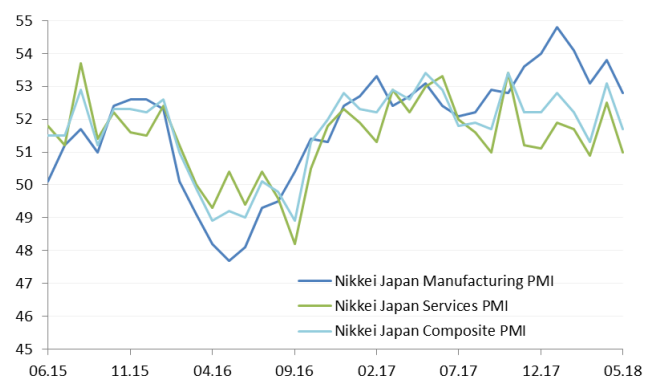
Indicateurs avancés toujours moroses

Le retour des incertitudes liées aux résultats du quatrième trimestre ne sera pas immédiatement contré par des indicateurs avancés qui restent encore relativement moroses. L'économie japonaise est en croissance, mais l'hésitation est toujours présente et la vigueur temporaire du yen au 1^{er} trimestre 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 début d'année 2018.

La production industrielle ne progressait que de +0.3% en avril et décevait les observateurs avec ce résultat inférieur aux attentes. En rythme annuel, la croissance de +2.5% est également décevante et très éloignée des meilleurs résultats de 2017 (+6%). 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.

Les indices PMI enregistrent un tassement global, l'indice composite glisse à 51.7 et se situe dans les niveaux bas de l'année 2017. Le PMI des services fléchi aussi à 51, 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 le mois de mai se stabilise à 52.8 et dans l'ensemble, les indicateurs avancés du cycle économique pointent vers un ralentissement à venir.

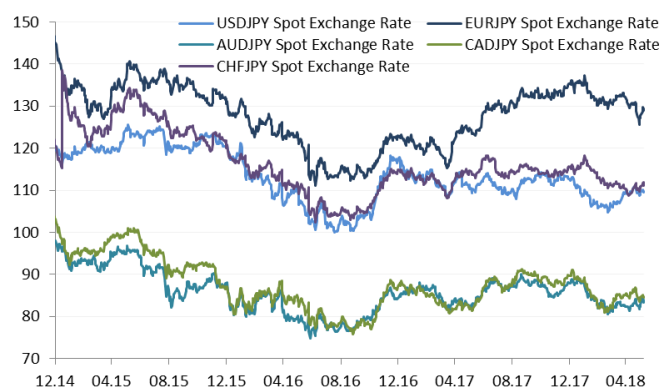
Enfin une nouvelle faiblesse du yen contre dollar

La récente faiblesse du yen apportera certainement une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise, mais sa baisse d'environ 5% contre le dollar de 105 à 110 est certainement insuffisante pour apporter toute la contribution nécessaire souhaitée. Dans notre analyse du mois de mars, nous relevions que la vigueur du yen était en partie liée à son caractère de valeur refuge dans un contexte incertain et annoncions un probable retour du taux de change à 110-115 lorsque la volatilité des marchés financiers diminuerait. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition restent encore limités. Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore pénaliser la monnaie nippone. 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 devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du 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 même si le yen semble toujours sous-évalué pour certains.

Après avoir temporairement profité de son statut de valeur refuge, le yen devrait selon nous encore s'affaiblir au 2^{ème} trimestre et toucher le niveau de 115 yen contre dollar.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



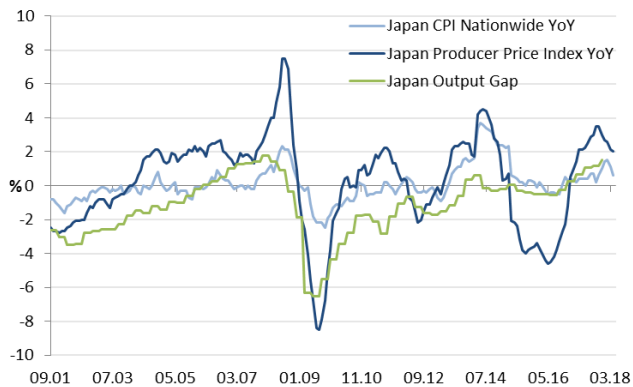
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Un « Output gap » positif soutient une relance de l'inflation

Les indices de prix n'ont pas confirmé ces derniers mois la reprise attendue. L'essoufflement constaté en fin d'année, s'est poursuivi ces derniers mois après la hausse du CPI de +1.5% en février. L'inflation était en effet à

nouveau plus faible avec une hausse de seulement +0.6% en avril. L'affaiblissement du yen semble toujours être la condition la plus probable à tout espoir de relance durable des prix, à moins que les tensions sur le marché du travail n'agissent enfin sur les salaires et les prix. La BoJ ne peut que constater que son objectif de 2% est encore loin d'être atteint, mais elle reste optimiste en soulignant en particulier que la progression de l'« output gap » à +1.5% pour le 4^{ème} trimestre 2017 indique que la croissance du PIB japonais était supérieure à son potentiel. Si cela devait se confirmer, cela indiquerait que l'inflation pourrait enfin reprendre plus nettement au Japon. Dans ce contexte, le marché obligataire japonais n'offre toujours pas de perspectives intéressantes pour un investisseur étranger.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)



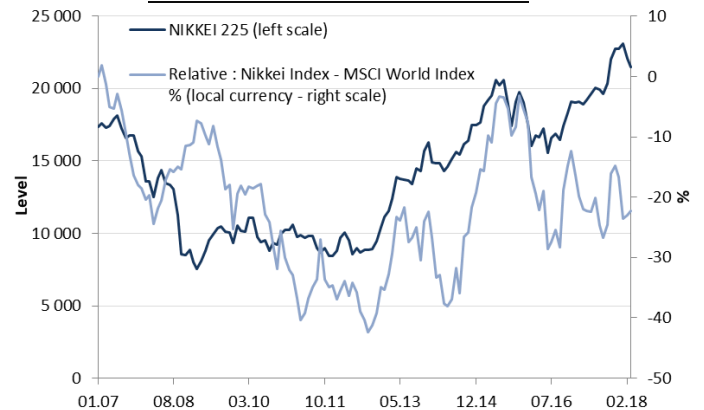
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Profits records pour les sociétés du Nikkei

La correction d'environ 15% des cours et des valorisations des actions japonaises intervenue au 1^{er} trimestre a offert des opportunités de repositionnement aux investisseurs à long terme. A 17x les bénéfices et des perspectives de surprises positives, le niveau de valorisation était en comparaison proche de celui des valeurs américaines, mais le risque monétaire restait un facteur important à considérer. Malgré la correction des cours de 24'000 à 20'500 de l'indice Nikkei nous relevions qu'en l'absence d'une faiblesse durable du yen, les perspectives de rebond restaient entachées d'une grande incertitude.

La hausse du yen de +10% contre le dollar avait été un facteur déterminant de la faiblesse des valeurs japonaises, le récent déclin du yen de 105 yen à 111 yen pour 1 dollar est heureusement en train d'apporter un soutien à la hausse du Nikkei. Aujourd'hui, nous estimons qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est encore possible dans un contexte de renforcement du cycle économique mondial, si les risques de « guerre commerciale » diminuent et si le yen s'affaiblit à nouveau durablement.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les sociétés cotées japonaises ont terminé l'année sur un deuxième exercice record à fin mars 2018. Le secteur automobile et les semi-conducteurs sont en tête de liste des résultats publiés dont le Nikkei relève une croissance moyenne de +35% pour plus de 260 milliards de dollars. Cette progression excède nettement la croissance de +18% de l'année précédente. Les dividendes des sociétés cotées qui devraient être distribués pourraient encore progresser pour la cinquième année consécutive. Mais la croissance des profits pour l'exercice en cours est attendue en légère baisse de -2% en raison du facteur yen, de la hausse des coûts des matières premières et des risques liés à l'introduction de taxes par les Etats-Unis. Les leaders du Nikkei ont une estimation du taux de change de 106 yen pour leur exercice en cours, ce qui est sensiblement plus conservateur que le niveau actuel de 110 et en-dessous de nos propres perspectives de baisse du yen à 115. Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait donc soutenir une poursuite de la hausse du Nikkei vers 24'000 au cours des prochains mois si le climat boursier international reste constructif.

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