

THÉMATIQUE

JPY : Structurellement faible, cycliquement avantagé



Federico CESARINI,
Responsable FX Marchés
Développés, Stratégiste
Recherche Cross Asset



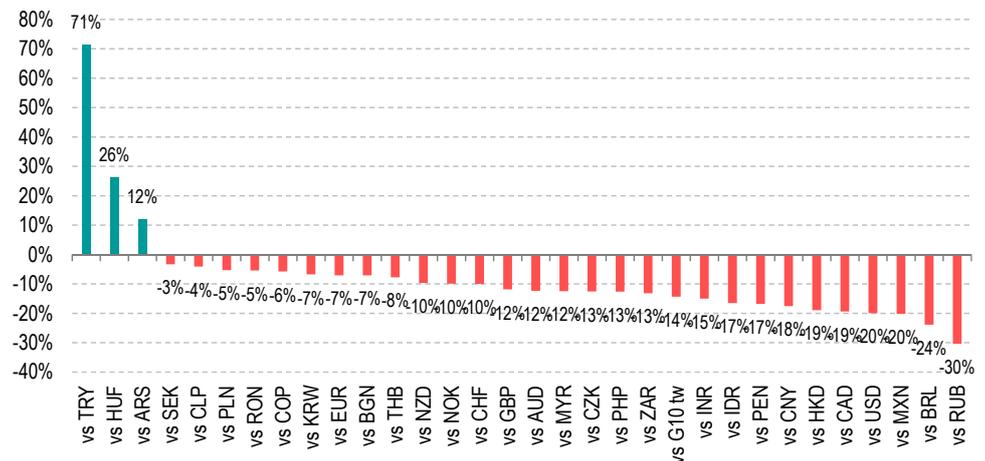
Claire HUANG,
Macrostratégiste Senior, Marchés
émergents

Les obstacles structurels auxquels le yen est confronté sont importants et créent un contexte de faiblesse fondamentale persistante pour la devise. Toutefois, un environnement récessif constitue un avantage cyclique (le pic de croissance et des taux placent le yen parmi les meilleurs diversificateurs) et les décideurs pourraient souhaiter éviter une dépréciation additionnelle de la devise.

Deux ans après la première épidémie de Covid-19 dans les marchés développés, le yen figure parmi les grands perdants au niveau mondial. Depuis décembre 2020, date de l'arrivée au pouvoir de la nouvelle administration américaine, la monnaie s'est affaiblie vis-à-vis de tous ses principaux partenaires commerciaux, à quelques exceptions près (TRY, HUF et ARS).

Cette évolution, particulièrement marquée face au dollar américain, au rouble, au réal brésilien et au peso mexicain (vis-à-vis desquels le yen a perdu jusqu'à -20 % et -30 %), a été forte et généralisée, cette dynamique s'expliquant par des facteurs à la fois cycliques et fondamentaux.

1/ Dépréciation du yen par rapport à presque tous ses partenaires commerciaux



Source : Bloomberg, Amundi Institute. Données au 18 mai 2022

Un facteur structurel d'affaiblissement en jeu. En effet, là où la plupart de ses partenaires commerciaux ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, le Japon est resté à la traîne avec un écart de production important qui ne devrait pas se résorber avant 2024

À ce stade, compte tenu de la hausse considérable des cours des matières premières au niveau mondial, les responsables japonais ont commencé à se demander si les retombées positives d'une monnaie plus faible sont bien réelles ou, au contraire, si le moment d'intervenir sur le marché des changes était arrivé¹.

L'objectif de cette note est d'évaluer si les conditions qui sous-tendent un affaiblissement du yen sont toujours d'actualité.

Le yen est confronté à de puissants obstacles fondamentaux...

Le Covid (et les interventions des BC et des gouvernements depuis) a créé d'énormes distorsions au niveau mondial. Pourtant, le Japon est l'un des marchés développés où les fondamentaux se sont le plus affaiblis, créant un facteur structurel d'affaiblissement de la monnaie du pays.

Nous examinerons en détail les fondamentaux du yen (faibles et loin des niveaux d'avant la pandémie) en nous appuyant sur nos propres prévisions pour le cycle économique mondial (et son impact sur la monnaie), nous évaluerons l'effet réel d'un yen plus faible sur l'économie nationale et, enfin, nous expliquerons pourquoi la concurrence intra-asiatique pourrait empêcher toute nouvelle dépréciation à l'avenir.

En effet, là où la plupart de ses partenaires commerciaux ont retrouvé leurs niveaux d'avant la pandémie, le Japon est resté à la traîne avec un écart de production important qui ne devrait pas se résorber avant 2024. Sa reprise post-pandémie n'a pas connu le même élan qu'aux États-Unis ou dans la zone euro.

¹ « Une variation rapide des taux de change n'est souhaitable pour personne », a déclaré Fumio Kishida dans une interview accordée à Nikkei au bureau du Premier ministre à Tokyo. « La vie des personnes et l'activité des entreprises sont impactées par la hausse des prix des matières premières et la faiblesse du yen. »

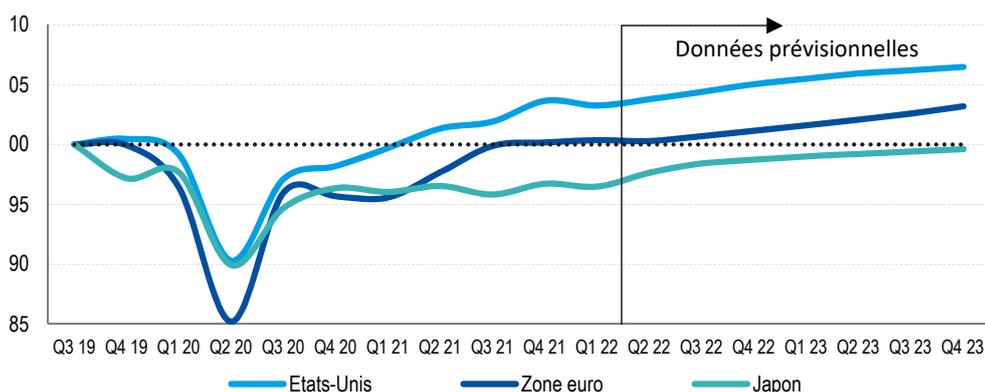
THÉMATIQUE

Or, outre la question de l'insuffisance chronique de la demande, l'économie japonaise avait déjà été impactée avant le Covid par la hausse de l'impôt sur la consommation en octobre 2019 et, jusqu'à récemment, l'inflation des prix à la consommation est restée faible.

Dans ce contexte, la BoJ répète régulièrement qu'une hausse de l'inflation induite par

les coûts n'est pas soutenable. La Banque a maintenu sa politique monétaire ultra-accommodante et a défendu sa fourchette cible de contrôle de la courbe des taux en s'engageant à acheter un montant illimité de JGB, faisant de ces derniers la solution la plus attractive pour le financement des stratégies de portage².

2/Écart de croissance économique entre le Japon et les autres pays



Source : CEIC, Amundi Institute. Données à Mai 2022.

Par ailleurs, en tant qu'importateur de matières premières, le Japon est particulièrement sensible aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et à la hausse des prix des matières premières. Or, la dégradation des termes de l'échange est sans précédent. Entre le début de 2021 et avril 2022, les prix à l'import du Japon ont augmenté de 63 %, soit une hausse bien plus forte que celle des prix à l'export (25 %).

Malgré une inflation relativement faible par rapport à celle des autres pays, ce qui a rendu la monnaie plus attractive en termes de parité de pouvoir d'achat, la valorisation de l'USD/JPY s'est effondrée au cours des deux dernières années. D'après nos calculs³, la juste valeur de l'USD/JPY a évolué en cohérence avec le prix spot, fournissant ainsi un socle fondamental pour une devise plus faible. Vu sous cet angle, il sera difficile de revenir rapidement aux niveaux antérieurs.

En tant qu'importateur de matières premières, le Japon est particulièrement sensible aux perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et à la hausse des prix des matières premières

3/USD/JPY vs Juste valeur moyenne : les fondamentaux restent faibles



Source : Bloomberg, Eikon. Sur la base de calculs d'Amundi Institute. Données au 29 avril 2022.

² Les stratégies de portage achètent les obligations présentant le taux d'intérêt le plus élevé d'un pays donné, en finançant la position (c'est-à-dire en finançant la stratégie) par la vente à découvert des obligations au taux d'intérêt le plus bas (à savoir les obligations japonaises des deux dernières années). Sur ce point, nous n'anticipons pas de changement structurel dans les prochains mois.

³ Parmi les modèles de juste valeur que nous utilisons figurent la parité de pouvoir d'achat (PPA) et 3 modèles BEER (taux de change d'équilibre comportemental) qui s'appuient sur le différentiel de croissance et de productivité, le différentiel de taux, les termes de l'échange et les dépenses budgétaires. Mais en termes de PPA (l'USD/JPY étant moins cher qu'avant la pandémie), la juste valorisation du yen s'est considérablement affaiblie au cours des deux dernières années.

THÉMATIQUE

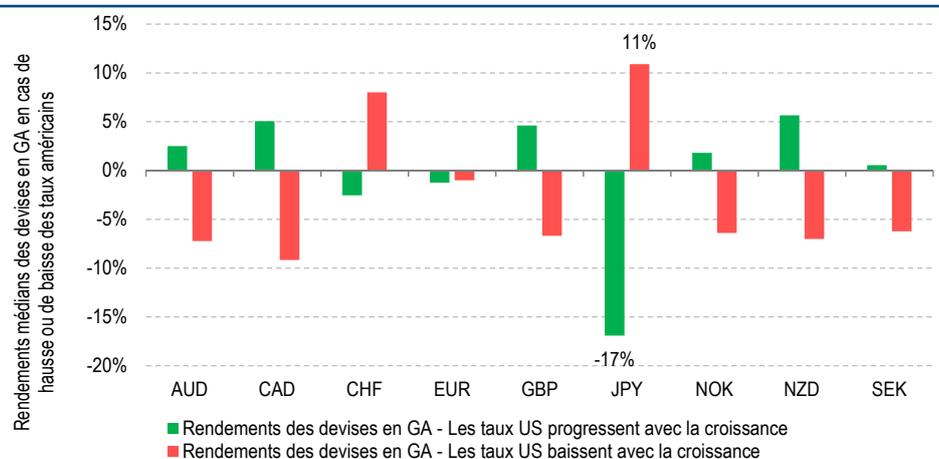
Si le cycle économique mondial entrait dans une phase de récession, le yen figurerait parmi les diversificateurs les plus efficaces

... mais un environnement récessif constitue un avantage cyclique

L'évolution des taux de change du yen n'a pas toujours été fonction des fondamentaux. Dans le contexte d'une reprise mondiale et de rendements mondiaux nettement supérieurs à ceux du Japon, la faiblesse du yen s'est simplement exacerbée, conformément aux tendances passées. Il va sans dire que la reprise est entrée dans sa phase de maturité et que les probabilités de stagflation ont considérablement augmenté au cours des derniers mois. Si le cycle économique mondial entrait dans une phase de récession, les taux

à long terme réagiraient et déconnecteraient des décisions de politique monétaire à court terme. Dès lors (et jusqu'au point haut du cycle de durcissement de la Fed⁴), le yen figurerait parmi les diversificateurs les plus efficaces et regagnerait une partie de ses pertes récentes. Nous présentons ci-dessous les simulations des rendements annuels des devises du G10 lorsque les taux américains (notre indicateur de référence mondial) augmentent ou diminuent en fonction de la croissance.

4/ Tendances annuelles des devises du G10 dans différents régimes de taux américains



Source : Bloomberg, sur la base de calculs d'Amundi Institute. Données au 29 avril 2022.

La courbe en « J », qui associe la dynamique du taux de change et la balance des paiements, a disparu au Japon depuis l'ère Shinzō Abe

Les décideurs souhaitent éviter la dépréciation de la devise

Une devise faible est généralement un facteur de soutien de la demande extérieure (les produits exportés sont moins chers pour les étrangers), mais les données concrètes montrent que le Japon ne bénéficie plus d'un tel soutien. La courbe en « J », qui associe la dynamique du taux de change et la balance des paiements, a disparu depuis l'ère Shinzō Abe. Ceci s'explique par le fait que le Japon produit désormais des produits à haute valeur ajoutée (dont les prix ne permettent pas de gagner des parts de marché) tandis que les produits bon marché sont laissés aux autres pays asiatiques. Les avantages pour l'activité réelle d'une monnaie plus faible reposent uniquement sur l'effet revenu, mais dès lors que les coûts de production augmentent au niveau mondial, l'effet net sur la croissance est pour le moins discutable.

Quoi qu'il en soit, le gouvernement japonais doit maintenir un équilibre délicat entre ses intérêts géopolitiques et les avantages économiques d'un affaiblissement du yen (s'il y en a). Il faut donc distinguer entre les facteurs mécaniques et les facteurs

concurrentiels. Certaines devises (comme le CNY et le SGD) incluent le yen dans leurs mécanismes d'ancrage de sorte qu'elles doivent laisser leurs monnaies s'affaiblir face au dollar américain à mesure que le yen s'affaiblit. En revanche, la Corée, Taïwan et d'autres pays trouveraient un intérêt concurrentiel à baisser leurs taux de change, empêchant ainsi le Japon de capter toute la demande extérieure de produits équivalents.

En conclusion, alors qu'en 2021, les forces structurelles et cycliques ont favorisé une baisse du yen, nous anticipons un changement de régime à partir de 2022. Les fondamentaux continuent de justifier une monnaie faible et rien ne pousse la BoJ à modifier son attitude accommodante dans l'immédiat. Pourtant, les facteurs cycliques et les défis concurrentiels suggèrent que l'essentiel du mouvement devrait être derrière nous. Nous tablons sur une légère baisse par rapport aux niveaux actuels et sur la récupération d'une partie des pertes récentes au cours des 12 prochains mois.

Achévé de rédiger le 27 mai 2022

⁴ Un virage accommodant de la FED est la condition nécessaire pour opter pour un positionnement vendeur sur le dollar. Le yen ne serait pas le seul à bénéficier de ce mouvement.

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications
sur le site :
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 31 mai 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 1 juin 2022.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Photo crédit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - MirageC

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, *Chairman d'Amundi Institute*

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, *Directrice d'Amundi Institute*

Avec la contribution d'Amundi Institute

AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des Marchés Développés*

BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*

BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

CESARINI Federico, *Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*

CARULLA POL, *Amundi Investment Insights Unit*

FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support

BERGER Pia

PONCET Benoit

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*

BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DROZDZIK Patryk, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

GEORGES Delphine, *Stratégiste Senior Taux*

MIJOT Éric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*

HUANG Claire, *Macrostratégiste Senior, Marchés émergents*

PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*

TONIATO Joao, *Stratégiste Recherche Actions*

USARDI Annalisa, *CFA, Macrostratégiste Senior, Recherche Cross Asset*

VARTANESYAN Sosi, *Analyste Souverains Senior*

DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*