

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



11 juin 2020

2'000 milliards de \$ pour sortir l'économie japonaise de la récession

Entrée en récession au T1. Contraction attendue de -20% au T2. Budget record pour la croissance. Relance conjoncturelle au T3. Chute des profits des sociétés. Valorisation excessive du Nikkei.

Points clés

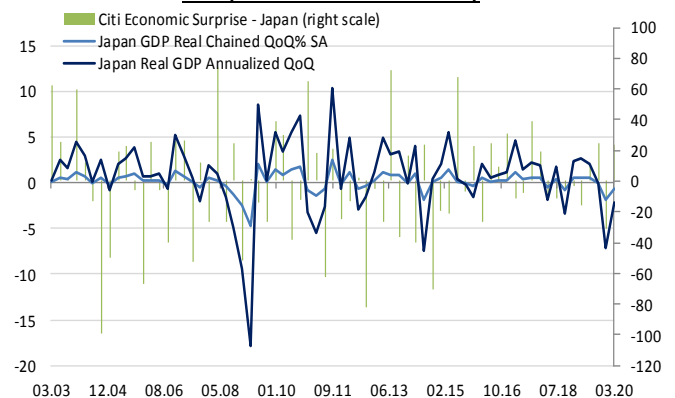
- Le PIB japonais a bien résisté au Covid-19 au T1
- La récession devrait nettement s'amplifier au T2
- Nouveau budget record accepté pour soutenir la conjoncture japonaise
- Rebond attendu des indicateurs avancés
- Chute historique de -21.9% des exportations
- Relance probable de la consommation privée et des dépenses publiques dès le 3ème trimestre
- La BoJ ne devrait pas modifier sa politique
- La baisse du yen doit se poursuivre en 2020
- Chute de -32% des profits des sociétés au T1
- Attention aux valorisations excessives des actions japonaises

Le PIB japonais a plutôt bien résisté au Covid-19 au 1^{er} trimestre 2020

Le gouvernement japonais a révisé ses estimations pour l'évolution du PIB du 1^{er} trimestre qui devrait avoir chuté un peu moins qu'initialement escompté. Le recul du PIB ne devrait finalement être que de -0.6% au lieu de -0.9%, soit une projection annualisée de -2.2% sensiblement meilleure que la contraction estimée à -3.4% sur une base annuelle. La révision ne concerne que peu les données liées à la consommation des ménages (-0.8%) et aux exportations (-6%), et touche essentiellement les investissements non résidentiels des entreprises, finalement estimés en croissance de +1.9% sur la période en lieu et place du repli (-0.5%) précédemment calculé.

Cette révision positive doit être relativisée par l'imprécision très probable de certaines statistiques difficiles à collecter en période de Covid-19. Le Japon est donc déjà entré en récession en 2020 suite à la contraction de sa croissance au cours des deux derniers trimestres, le recul du PIB au 4^{ème} trimestre 2019 était en effet déjà de -1.8%.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Mais la récession devrait nettement s'amplifier au 2ème trimestre 2020

Le Japon a été globalement épargné par la pandémie de Covid-19 en enregistrant environ 17'250 cas et 919 décès. La crise sanitaire est initialement restée relativement limitée au Japon justifiant l'absence de mesures sévères de confinement, mais la population s'est assez largement conformée aux appels du gouvernement à réduire le plus possible les interactions sociales et les mouvements de population. La consommation des ménages avait donc logiquement marqué le pas en fin de trimestre, tandis que les exportations chutaient en raison de la baisse de la demande internationale. Les entreprises japonaises ont

assez rapidement réagi en réduisant leurs investissements. En avril-mai cependant, le gouvernement avait finalement dû déclarer l'état d'urgence en raison de la résurgence de cas de Covid-19, faisant ainsi finalement chuter la consommation des ménages de -11.1% en avril. **Le PIB devrait s'enfoncer dans la récession en enregistrant un déclin supérieur à -20% au T2 et une baisse d'environ -4% sur l'ensemble de l'année 2020.**

Nouveau budget record accepté pour soutenir la conjoncture japonaise

Le gouvernement de Shinzo Abe avait déjà annoncé des mesures pour tenter de stimuler l'économie en fin d'année 2019 qui avaient été suivies en début d'années par d'autres mesures de soutien visant à supporter les petites et moyennes entreprises. Les députés japonais ont adopté en juin un nouveau budget record pour soutenir l'économie, la chambre basse du Parlement japonais a en effet signé un nouveau budget extraordinaire record d'environ 300 milliards de dollars afin d'alimenter un deuxième plan de soutien de l'économie. Environ un tiers de ce budget sera alloué au financement d'un fonds du gouvernement devant fournir des prêts à taux zéro aux petites et moyennes entreprises en difficulté, en complément de nouveaux mécanismes de crédit de la Banque du Japon. Le reste doit servir à financer diverses mesures, comme aider des entreprises à payer leurs loyers et leurs employés en chômage partiel, subventionner des municipalités en crise, renforcer le système de santé et la recherche médicale, ou encore offrir des primes au personnel soignant, aux étudiants désargentés ainsi qu'aux familles monoparentales.

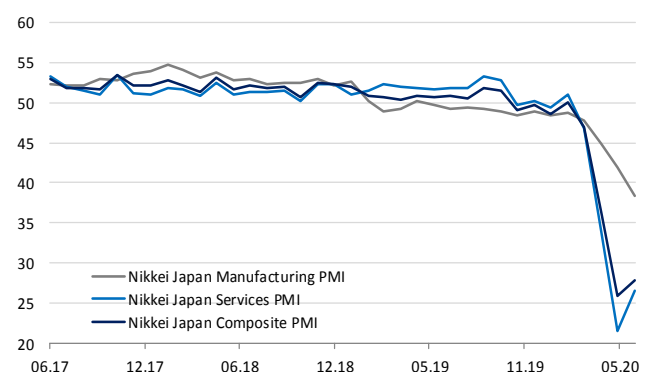
Ce budget qui doit composer le cœur d'un deuxième plan de soutien massif à l'économie pèse près de 1000 milliards de dollars. Au total, l'ensemble des aides de l'Etat pour soutenir les entreprises et les ménages du pays devrait ainsi atteindre une somme de 2'000 milliards de dollars essentiellement sous la forme de prêts.

Rebond attendu des indicateurs avancés

Le plongeon historique de l'indice PMI manufacturier en mai à 38.4 et de l'indice PMI des services à 21.5, très largement en-dessous du seuil de croissance de 50, est consistant avec l'effondrement conjoncturel

en cours au 2^{ème} trimestre. L'accélération de la chute de la production industrielle de -3.7% en mars à -9.1% sur le mois d'avril est également cohérent dans ce contexte. Les prévisions pour la production industrielle en mai (-4%) sont encore négatives, mais devraient repasser en croissance positive en juin (+4%). Nous attendons une probable reprise des indicateurs avancés en juin. Dans le contexte actuel la visibilité des perspectives économique reste particulièrement faible, mais la reprise progressive de l'activité en juin après deux mois de confinement dans la plupart des pays aura un impact positif sur l'économie japonaise et sur ses exportations.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Chute historique de -21.9% des exportations

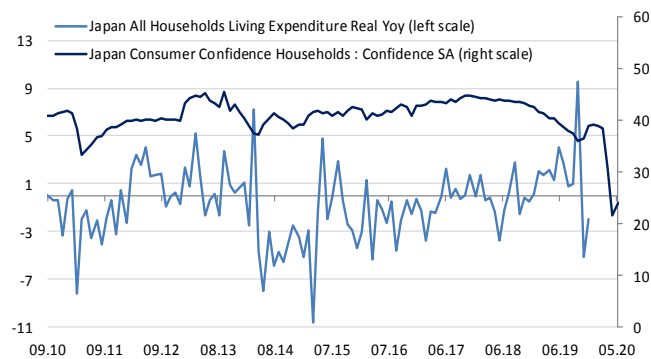
L'évolution du commerce extérieur japonais se dégrade encore en avril en raison d'une chute historique des exportations estimée à -21.9% (-11.7% en mars) et d'une baisse des importations sur la même période de -7.2%. La balance commerciale est désormais près de trois fois plus déficitaire qu'en mars en valeur corrigée des variations saisonnières. Cette dégradation globale est observée avec la très grande majorité des partenaires commerciaux du Japon. Les déficits commerciaux existants se sont accrus à l'image du déficit avec la Chine qui a doublé pour atteindre 552 milliards de yen. Du côté des excédents commerciaux, le solde positif avec les Etats-Unis a été divisé par trois en un mois à 181 milliards de yens.

Relance probable de la consommation privée et des dépenses publiques dès le 3^{ème} trimestre

Les ventes de grands magasins ont encore accusé le choc de la crise sanitaire en plongeant de -76.1% en avril dans une tendance logiquement plus profonde que celle observée dans les supermarchés en déclin de

-4.5%. Malgré la très forte chute de la confiance des consommateurs en avril, le rebond observé en mai laisse aussi suggérer que le 3ème trimestre devrait être déjà plus favorable. De leur côté, les dépenses publiques devraient aussi apporter une contribution positive dans les prochains mois avec la mise en œuvre de diverses mesures gouvernementales.

Dépenses et confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

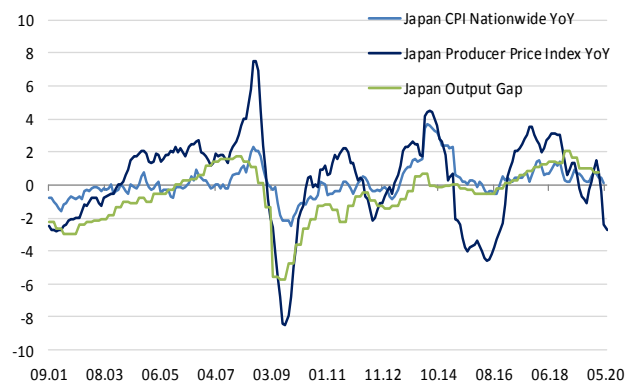
La BoJ ne devrait pas modifier sa politique actuelle pour les prochaines semaines

La Banque centrale du Japon avait décidé d'agir pour tenter de calmer le vent de panique qui touchait également les marchés financiers japonais en mars en annonçant le doublement de ses achats d'ETF indiciels en actions japonaises, en portant à 13 trillions de yens, soit 112 milliards de dollars, par an le montant dédié à ces interventions. Après cette première mesure, la BoJ a également annoncé qu'elle augmenterait aussi ses rachats de dette d'entreprise de 2 trillions de yens jusqu'en septembre et qu'elle augmenterait ses prêts garantis de collatéraux de 8 trillions de yens.

Au cours des derniers mois la BoJ a racheté sans limite des obligations gouvernementales, étendu son programme de rachat d'ETF incluant des REIT et lancé un programme de prêts pour une valeur globale de 700 milliards de dollars.

Pendant cette période, l'amélioration du sentiment et la hausse des marchés actions ont permis aux taux d'intérêt à long terme de remonter légèrement et d'atteindre leur plus haut niveau depuis avril 2019. La BoJ ne devrait pas considérer cette progression comme pouvant contrer ses objectifs. Son action a permis de stabiliser les marchés financiers et d'éviter une détérioration additionnelle de la confiance déjà mise à mal par la crise sanitaire.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)



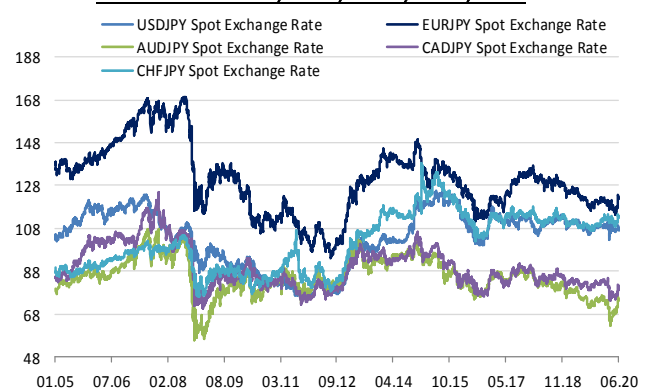
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les taux directeurs resteront certainement inchangés en juin et la BoJ assurera encore qu'elle fournira toute la liquidité nécessaire aux banques et à l'économie par son programme de rachat d'actifs.

La baisse du yen doit se poursuivre en 2020

La volatilité du taux de change yen/USD avait fortement bondi pendant la crise financière du mois de mars. Le yen a tout d'abord bénéficié d'un effet valeur refuge en s'appréciant de près de +10% contre le dollar de 112 yens à 102 yens avant de retrouver son niveau d'équilibre précédent en fin de mois. Depuis le début de l'année, le yen est finalement resté relativement stable autour d'une valeur centrale de 107 yens pour 1 dollar. Pendant la crise du Covid-19, le différentiel de rendement entre les taux courts en dollar et en yen s'est dramatiquement réduit. Le différentiel de taux nominaux favorable au dollar en début d'année a donc disparu, réduisant de facto l'impact positif de ce facteur sur les perspectives d'affaiblissement du yen. L'économie japonaise a pourtant toujours besoin d'un yen plus faible pour augmenter la compétitivité de son secteur exportateur pénalisé par la crise sanitaire mondiale.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent fondamentalement baissières pour 2020. La faiblesse du yen reste une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. La stabilité de la devise nipponne depuis le début de l'année contre le dollar US devrait être suivie d'un prochain déclin.

Chute massive de -32% des profits des sociétés japonaises au 1^{er} trimestre

Selon le ministère des finances, dans le courant du 1^{er} trimestre 2020, les profits avant taxes des sociétés japonaises de l'indice Topix ont chuté de -32% par rapport au même trimestre de l'année 2019. Les bénéfices par action ont eu plongé de -89% ce qui est de loin l'une des plus dramatique contraction de bénéfices en Asie et dans le monde. Les sociétés japonaises ont ainsi enregistré la quatrième baisse trimestrielle consécutive de bénéfices. Le PIB pourrait s'effondrer de -20% au 2^{ème} trimestre ce qui serait un record depuis 1955 et de très mauvais augure pour l'évolution des bénéfices des sociétés japonaises.

Les bénéfices des sociétés japonaises devraient encore chuter au 2^{ème} trimestre avant d'entrevoir une reprise au second semestre 2020.

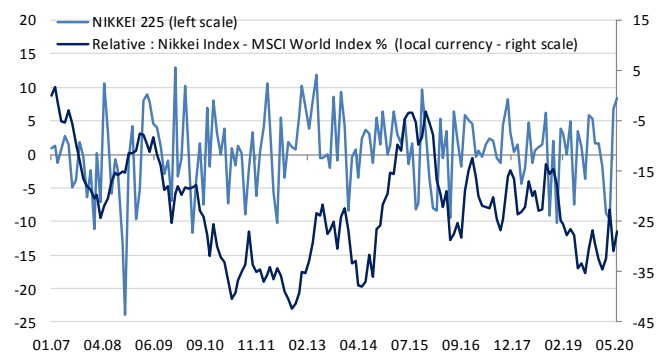
Attention aux valorisations désormais excessives des actions japonaises

A la fin mars, nous recommandions de reprendre des positions sur les actions japonaises dont les cours boursiers avaient largement pris en considération les divers risques liés à la crise du Covid-19 pour le 2^{ème} trimestre évoqués plus haut. Suite à la correction de plus de -30% des valeurs cotées prenant en compte ces risques, il nous semblait alors que les actions japonaises

offraient des opportunités de repositionnement intéressantes. Désormais, après deux mois de rebond boursier, qui ont particulièrement sourit aux valeurs japonaises, les risques nous semblent à nouveau plus élevés. En termes de valorisation, les titres du Nikkei se traite à nouveau à plus de 23x les profits estimés pour les 12 prochains mois et 17x ceux de l'année 2021, pour un rendement du dividende de 1.9%. Les profits estimés dans 12 mois pour les titres du Nikkei sont désormais de 1000 par actions, ils étaient encore en début d'année de 1132 par action.

La hausse des PE est en partie due à la contraction d'environ -13% des prévisions bénéficiaires pour les 12 prochains mois. Mais la performance de l'indice Nikkei enregistrée depuis les plus bas du mois de mars de +40%, qui est l'une des plus fortes de l'univers des indices boursiers, nous semble essentiellement portée par les espoirs de reprise au second semestre, ainsi que par la liquidité de la banque centrale.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'indice Nikkei a ainsi pratiquement effacé toute la baisse débutée à la fin février et se retrouve à nouveau en valorisation élevée selon nous. Il nous semble donc aujourd'hui opportun de réduire le risque actions et de prendre à nouveau des profits sur les 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
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch