

ANALYSE HEBDOMADAIRE



M. Alain Freymond—Associé & CIO

REVISION À LA BAISSE DES PERSPECTIVES ECONOMIQUES POUR LE JAPON EN 2022

Reprise économique décevante en 2021. Un 1er trimestre 2022 faible. Le plan de relance gouvernemental soutient la consommation. Environnement difficile pour les exportations. Inflation contenue. Faiblesse du yen. Opportunités pour le Nikkei.

Points clés And The

- Le PIB japonais a déçu au 4ème trimestre 2021
- Risque de contraction du PIB au 1er trimestre
- Perspectives de croissance surestimées en 2022
- La chute des PMI menace la production industrielle
- La consommation des ménages accuse un double choc difficile à surmonter
- Le déficit commercial se résorbe à court terme
- L'inflation reste limitée malgré la hausse des cours des matières premières
- La BoJ n'est pas prête à changer de politique
- Rendements à dix ans à nouveau positifs
- Le yen s'approche de l'objectif fixé contre le USD
- Nouvelles opportunités pour les valeurs du Nikkei

Le PIB japonais a déçu au 4ème trimestre 2021

Les premières estimations de croissance du PIB japonais au 4ème trimestre de +5.4% ont été révisées à seulement +4.6%.

L'économie japonaise devait pourtant pouvoir se reprendre plus nettement après la contraction du 3ème trimestre grâce à une relance attendue du secteur manufacturier et une meilleure dynamique de la consommation. L'apparition du variant Omicron ne devait pas avoir un impact majeur compte tenu de son émergence relativement tardive au cours du trimestre. Malgré tout, le PIB a donc été moins robuste qu'escompté, la consommation s'avérant être le plus fort contributeur à ce développement positif avec une hausse de +2.4% sur le trimestre, une progression cependant moins forte qu'attendue.

Sur un an la croissance du PIB japonais s'est établie à +1.7%, un résultat bien insuffisant pour compenser la chute de -4.5% du PIB en 2020.

Le Japon enregistre de ce fait une reprise économique plus faible que la plupart des autres économies développée. Son

PIB reste encore nettement inférieur à celui qui prévalait avant la pandémie. La plus faible croissance de la consommation privée et une baisse des dépenses publiques témoigne de la diminution du « momentum » de l'économie japonaise en fin d'année.

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Risque de contraction du PIB au premier trimestre 2022

Le 1er trimestre 2022 ne devrait pas pouvoir relancer les espoirs d'une reprise économique japonaise solide en début d'année. Une contraction du PIB est désormais possible en raison tout d'abord de la vague Omicron qui a touché le Japon et qui a certainement pénalisé la consommation.

La hausse des cours des matières premières et des prix de l'énergie en particulier devraient aussi affecter l'économie japonaise très dépendante des importations de brut et de matières premières.

L'explosion des cours du brut dans le contexte récent de la crise géopolitique russo-ukrainienne va nécessairement impacter fortement les coûts d'importation et de production au Japon. Les risques sont dans ce contexte importants de voir une hausse des prix avoir un nouvel impact négatif sur les dépenses et la consommation des ménages.

Sur un autre plan, cette crise devrait avoir un effet dépressif sur les PIB européens et sur la demande des consommateurs ainsi que celles des entreprises. Une diminution des exportations japonaises vers l'Europe semble dans ce contexte également probable.

L'optimisme affiché jusqu'à présent par la grande majorité des économistes au sujet de la reprise japonaise en début d'année 2022 devrait donc être revu et tempéré à la lumière des développements récents clairement moins favorables. Les perspectives de croissance du PIB au 1er trimestre sont désormais réduites à 0.5% en rythme annuel.

Alors que le 1er ministre Fumio Kishida avait obtenu de mettre en œuvre un plan de relance de près de 500 milliards de dollars, les risques d'une contraction de la croissance au 1er trimestre augmentent et accompagnent le premier déficit commercial enregistré en janvier 2022 depuis huit ans. Dans un tel environnement, de nouvelles mesures de soutien devraient probablement être envisagées par les autorités. Une augmentation des dépenses publiques est donc probable.

Perspectives de croissance surestimées pour 2022

La banque centrale du Japon (BoF) maintient son objectif de croissance de +3.8% du PIB pour l'exercice fiscal débutant le 1er avril 2022. L'économie japonaise devrait toujours pouvoir compter sur des stimulations fiscales adoptées récemment par le parlement qui devraient injecter près de 500 milliards de dollars supplémentaires dans l'économie en 2022 représentant près de 10% de son PIB. Ce nouveau paquet fiscal inclus un montant en cash de près de 900\$ pour environ 10% des ménages japonais avec un enfant au moins.

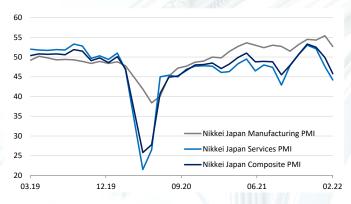
Si cette prévision se concrétise, ce sera l'une des plus forte croissance annuelle depuis 2010 pour l'économie japonaise. Mais avec un premier trimestre certainement très faible, cette prévision repose sur une très nette reprise au 2ème trimestre, ce qui n'est de loin pas certain compte tenu de l'évolution plus incertaine de l'économie mondiale dans le contexte marqué par la crise géopolitique en Europe aux conséquences mondiales.

La chute des indicateurs avancés dessous du seuil de croissance menace la production industrielle

Après un cours passage positif au-dessus de 50 entre octobre et décembre 2021, l'indice PMI des services est repassé en-dessous du seuil de croissance en janvier et se retrouve pratiquement au plus bas des 20 derniers mois. Le PMI manufacturier marque aussi nettement un déclin en février en chutant de 55.4 à 52.7 tout en suggérant encore une tendance positive pour le secteur industriel.

Le variant Omicron continue de peser sur le moral des directeurs d'achat qui réduisent leurs perspectives pour les douze prochains mois. Les indicateurs avancés résultats des sondages réalisés avant l'invasion russe faisaient déjà état d'une dégradation des perspectives, les indices PMI de mars reflèteront plus profondément le retour des incertitudes et des risques qui pèsent désormais sur la dynamique économique au Japon. La production industrielle s'est inscrite en baisse de -1.3% en janvier, après une chute de -1% déjà enregistrée en décembre 2021. Elle pourrait bien encore s'enfoncer en février sous les effets conjoints du virus Omicron, des problèmes d'approvisionnement des chaînes de production et des perturbations dans le secteur énergies dramatiquement les coûts de production.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)



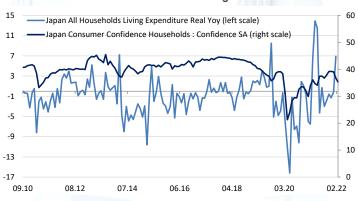
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La consommation des ménages accuse un double choc difficile à surmonter

Les dépenses des consommateurs ont bondi de +6.9% en janvier sur un an renversant une tendance négative de plusieurs trimestres, mais la comparaison effectuée avec une période très négative en 2020 est particulièrement trompeuse.

Sur un mois, la consommation s'est au contraire contractée sous l'influence du variant Omicron, du retour des mesures de restrictions sanitaires et de la hausse des prix de l'énergie liée à la guerre en Ukraine. Le gouvernement japonais a pris des mesures pour tenter de réduire les effets négatifs sur le pouvoir d'achat des ménages en introduisant des subsides sensés compenser partiellement la hausse des prix. Conjointement ces facteurs devraient peser sur la consommation des ménages au ler trimestre.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La mesure de la banque centrale du Japon (BoJ) de l'activité de la consommation des ménage avait déjà chuté en janvier de –3%. Mais les restrictions sanitaires semblent encore peser sur la consommation des ménages en fin de trimestre.

Le déficit commercial se résorbe à court terme

La croissance du 1er trimestre sera particulièrement dépendante de l'évolution de la demande internationale et des exportations dans le contexte mondial perturbé par la guerre en Ukraine. Les sanctions économiques appliquées à la Russie affectent le commerce international de certaines matières premières et le niveau des prix.

Les exportations japonaises maintiennent toutefois le cap de croissance proche de +20% sur un an grâce au rebond significatif de +9.8% à +19.1% entre janvier et février. La reprise des exportations est tirée par le secteur automobile et par les ventes d'acier. La demande américaine a soutenu les exportations, tandis que la baisse du yen est un facteur positif soutenant la bonne tenue des secteurs exportateurs.

Du côté des importations, la hausse de +34% reste importante et supérieure à celle des exportations. Mais les importations à la fin février se situent en-dessous de leurs niveaux mensuels des quatre derniers mois. Elles contribue toujours au déficit commercial qui a cependant diminué en février de 2'191 milliards de yen à 668 milliards.

Le principal facteur de cette tendance haussière des importations reste l'évolution des cours des matières premières et de l'énergie.

Les effets de la guerre en Ukraine ne sont encore pas visible dans les derniers chiffres publiés, nous estimons que le déficit commercial devrait donc logiquement s'accroitre en mars.

L'inflation japonaise reste limitée malgré les prix élevés des matières premières

Le Japon n'échappe pas à la tendance mondiale de hausse de l'inflation, mais malgré la nette dépendance du Japon vis-à -vis des matières premières importées, l'évolution des prix reste modérée. La transmission de la hausse des prix importés puis des prix à la production à la consommation s'est avérée relativement limitée au Japon, particulièrement en comparaison internationale.

Les prix à la production en hausse de +8.9% sur un an à la fin janvier n'ont effectivement pas été répercutés sur l'indice des prix à la consommation en hausse d'à peine +0.2%. Les tensions se sont encore exacerbées en février. La hausse de +0.9% sur un mois est particulièrement nette et pousse la progression sur un an à +9.3%.

Ce constat tend à suggérer que les entreprises ne parviennent pas à passer aux consommateurs l'augmentation de leurs coûts de production.

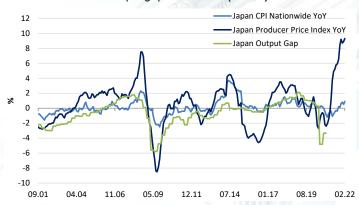
L'impact de cette situation est clairement négatif sur les profits et sur les marges des entreprises. Les entreprises japonaises ont cependant aussi dû augmenter d'environ +1% le niveau des salaires. La hausse des prix de l'énergie et des matières premières accentuera au cours des prochains mois la contraction des marges des sociétés.

En Janvier l'indice CPI national s'est légèrement contracté en retombant de +0.8% en décembre à 0.5%. Plus nettement encore, l'indice CPI hors alimentation et énergie s'enfonçait de -1.1%. Malgré les tensions inflationnistes internationales, l'inflation semble toujours sous contrôle au Japon.

L'indice CPI montre une progression limitée à +0.5% sur un an à peine supérieure à celle de l'indice hors alimentation (+0.2%).

Le facteur énergie & matières premières restera un facteur déterminant dans l'évolution de l'inflation au cours des prochains mois.

« Output gap » et inflation (CPI PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BoJ n'est pas prête à changer de politique

L'environnement économique et politique international a très nettement changé au cours des dernières semaines, affectant également la situation sur le plan domestique au Japon.

La faiblesse du yen n'a pas eu d'effet significatif sur l'évolution de l'inflation qui reste particulièrement modeste au Japon en comparaison internationale.

La BoJ ne devrait donc pas réagir à la hausse des indices de prix à la production. Elle attendra d'observer les effets des progressions des indices de prix importés et des prix à la production sur les indices CPI avant de considérer un changement de politique.

La BoJ est selon nous encore très loin de vouloir enclencher un processus de normalisation de sa politique monétaire, contrairement à ce qui est désormais acté aux Etats-Unis. Elle devrait probablement réduire progressivement son soutien aux grandes entreprises pour favoriser les PME en 2022. Ses achats d'ETF devraient aussi ralentir, mais elle devrait conserver sa stratégie de taux bas sur l'ensemble de la courbe des taux afin de faciliter aussi le financement de ses programmes de stimulation économique par des rachats de dettes. La politique monétaire de la BoJ reste ainsi résolument accommodante.

Rendements à dix ans à nouveau positifs

Si les taux longs japonais à dix ans sont aussi affectés par la tendance généralisée de reprise graduelle des rendements observée dans la plupart des marchés des capitaux, l'amplitude des fluctuations est très limitée.

Le début d'année 2022 a donc également poussé les taux japonais à la hausse de 15 à 20 points de base pour les rendements à dix ans du gouvernement qui atteignent désormais 0.21%.

Si l'amplitude du mouvement reste très faible, il est intéressant de noter que ce niveau s'avère être le plus élevé depuis janvier 2016.

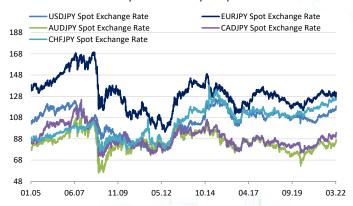
La politique gouvernementale de soutien conjoncturel accroit l'endettement public qui dépassera en 2022 le niveau de 260% du PIB ce qui devrait finir par peser à terme sur les rendements. Pour 2022, nous considérons toujours que l'intérêt de détenir

de la dette japonaise en yen ne peut être motivée que par l'espoir d'un gain de change, qui n'a que peu de probabilité de survenir dans le contexte actuel. Les obligations japonaises n'offrent aucune perspective intéressante dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

Le yen s'approche de l'objectif fixé contre le dollar US

Le yen s'est sensiblement affaibli au cours des dernières semaines contre le dollar US en particulier, approchant désormais l'objectif mentionné de 120-125 yen. Depuis le début de l'année, la devise japonaise s'est en effet effritée de près de –3%, portant désormais sa dépréciation des quinze dernier mois à environ –15.5%. Le taux de change yen/USD est maintenant proche de ses plus bas niveaux enregistrés en 2015 et 2016.

Evolution du yen contre les principales devises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

A moyen terme cependant nous estimons toujours que le différentiel de taux d'intérêt devrait rester le principal facteur déterminant la valeur du yen et notamment du taux de change contre le dollar américain.

La hausse des rendements en dollars US des dernières semaines à accru le différentiel de taux et la prochaine action de la Réserve fédérale devrait contribuer à renforcer aussi le différentiel sur la partie courte de la courbe de taux.

Compte tenu de la situation économique japonaise, la BoJ n'a aucune raison de modifier ses taux directeurs.

Une dépréciation du yen vers le niveau de 120 yens pour 1 dollar US est dès lors probable en 2022.

Nouvelles opportunités pour les valeurs du Nikkei

Les actions japonaises ont largement sous-performé les valeurs internationales en 2021 en enregistrant une progression relativement modeste de +5%.

La hausse de la prime de risque pour les titres japonais, couplée avec la baisse du yen et les plans de soutien conjoncturel massifs offrent des raisons de s'intéresser au marché japonais.

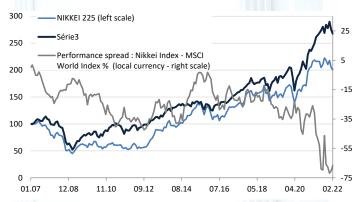
A seulement 15x les profits attendus pour 2022, le Nikkei se traite à un discount de 20% par rapport à l'indice S&P500.

La nouvelle stratégie gouvernementale favorisant l'innovation, le développement des compétences digitales du Japon, les énergies alternative et la sécurité économique dans divers domaines essentiels de la technologie devrait aussi offrir des perspectives supérieures de développement aux entreprises japonaises actives dans ces secteurs spécifiques.

La récente faiblesse de la bourse japonaise est essentiellement due à l'environnement international plus incertain et aux risques de remontées de taux d'intérêt aux Etats-Unis.

A moyen terme, les actions japonaises offrent cependant déjà des opportunités d'investissement et de diversification intéressantes.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 utilisé 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

Place de Longemalle 1 1204 Genève - Suisse T: +41225959611 reception@bbgi.ch www.bbgi.ch

