

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



DYNAMIQUE POSITIVE POUR LES ACTIONS JAPONAISES

Nouvelle contraction au T2?. Indicateurs avancés peu encourageants. La consommation intérieure reste faible. Importations +46%. Exportations +19%. Inflation faible en comparaison internationale. Statu quo à la BoJ. Opportunités en actions.

Points clés



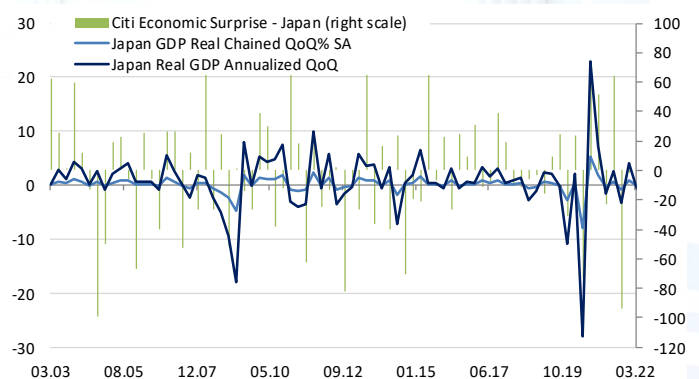
- Une nouvelle contraction du PIB au 2ème trimestre est-elle envisageable ?
- Perspectives de croissance révisées à la baisse
- Les indicateurs avancés pointent vers une croissance encore limitée au T3
- Les ménages restent prudents
- Le déficit commercial se résorbera à court terme
- L'inflation japonaise reste limitée malgré les prix élevés des matières premières
- La BoJ n'est pas prête à changer de politique
- Fluctuations réduites sur les marchés de capitaux
- Tendance toujours morose pour le yen
- L'indice Nikkei reste sur une dynamique haussière

Une nouvelle contraction du PIB au 2ème trimestre est-elle envisageable ?

L'économie japonaise suivait déjà au 1er trimestre une trajectoire similaire à celle de l'économie américaine en enregistrant une contraction de son PIB réel de -0.1% et de -0.5% annualisée. La reprise en fin de trimestre semblait un peu plus dynamique, mais sur le trimestre le principal contributeur ayant permis de freiner la chute du PIB s'avérait être la composante « inventaires », un signe suggérant une faiblesse sans doute plus importante. La reconstitution des stocks a en effet apporté +0.5% de croissance au PIB sur la période, ce qui ne devrait pas se reproduire au T2. Les dépenses en biens d'équipement étaient en baisse de -0.7%, alors que la consommation privée (+0.1%) ne parvenait pas à enregistrer une réelle reprise en raison des contraintes liées à la lutte contre le Covid. Les exportations glissaient aussi de -0.4% dans un contexte de demande internationale un peu moins forte. La faiblesse de la demande intérieure au 1er trimestre soulève logiquement des inquiétudes sur l'évolution future de la consommation des ménages. L'inflation japonaise est certes inférieure à la moyenne des pays industrialisés, mais elle est aussi certainement en train de réduire le pouvoir d'achat des ménages

et leur revenu réel. La chute du yen à la fin du trimestre n'a pas pu avoir d'impact sur l'inflation importée et sur la compétitivité des exportations japonaises. Ce facteur a toutefois ensuite joué un rôle plus important au cours du 2ème trimestre avec la poursuite de l'affaiblissement du taux de change USD/yen de 121.7 à 135.72 à la fin juin, son plus haut niveau depuis vingt ans. L'évolution des inventaires au 1er trimestre devrait certainement avoir un impact négatif au 2ème trimestre sur le niveau de la production industrielle. Les entreprises ayant dû stocker leur production à hauteur de +0.5% du PIB devraient ensuite logiquement tenter d'écouler leurs stocks avant de relancer leur production, limitant de ce fait la capacité de rebond de la croissance. Du côté des dépenses publiques, la contribution s'est avérée inférieure aux attentes, mais elles devraient être plus importantes durant le trimestre sous revue. En fin de trimestre, les perspectives pour le secteur de la consommation s'avéraient un peu meilleures en raison d'une propension attendue plus forte des ménages à reprendre leurs activités sur un rythme normal sans les restrictions sanitaires.

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Cependant, le 2ème trimestre ne devrait pas voir la confiance des ménages se renforcer significativement pour permettre une nette relance de la consommation. Cette dernière ne devrait avoir qu'une contribution positive limitée. La politique de zéro Covid en Chine devrait avoir eu un impact négatif sur le PIB par la chute sensible de la demande chinoise et son impact sur le niveau des exportations japonaises vers la Chine. Une nouvelle contraction du PIB est dès lors envisageable au 2ème trimestre mais peu probable.

Perspectives de croissance révisées à la baisse

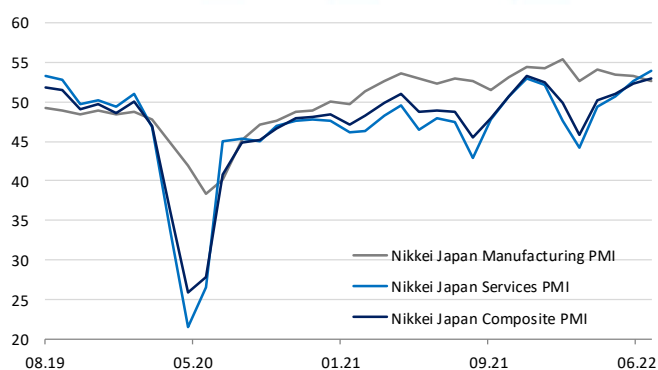
L'économie japonaise devrait toujours pouvoir compter sur des stimulations fiscales adoptées récemment par le parlement qui devraient injecter près de 500 milliards de dollars supplémentaires dans l'économie en 2022 représentant près de 10% de son PIB. Ce nouveau paquet fiscal inclus un montant en cash de près de 900\$ pour environ 10% des ménages japonais avec un enfant au moins. Mais la croissance devrait encore s'avérer faible au 2ème et 3ème trimestre compte tenu en partie du fléchissement conjoncturel mondial observé au cours des derniers mois. Le PIB japonais a probablement entamé une phase de reprise modérée depuis l'assouplissement des restrictions Covid en Chine qui se matérialise dans la nette progression de la production industrielle en juin et juillet. La reprise de l'activité en Chine réduira aussi certainement les délais d'approvisionnement dans les chaînes de production japonaises. La reprise chinoise sera de facto l'un des principaux facteurs influençant l'activité économique au Japon pour les prochains mois. La consommation devrait rester un facteur positif bien que celle-ci soit toujours affectée par la persistance de l'inflation, en hausse de +2.2% en juillet notamment.

Les indicateurs avancés pointent vers une croissance encore limitée au T3

Depuis plusieurs mois l'indicateur avancé PMI manufacturier oscillait autour d'un niveau positif de 52-53 points. Il termine le mois de juillet légèrement en baisse à 52.1. Le PMI des services se maintient tout juste en territoire positif (50.3) en juillet, mais décline de 0.9 points par rapport à juin. Globalement le PMI composite se situe donc à la limite du seuil de croissance pour l'économie japonaise, ce qui semble consistant avec un risque de ralentissement provoqué à la fois par une demande intérieure faible et des exportations en déclin. Les ventes de véhicules souffrent de cette demande intérieure faible et déclinent de -13.4% sur un an à la fin juillet.

La production industrielle a compensée en juin (+8.9%) les chutes de avril (-1.5%) et mai (-7.5%), et s'affiche encore en baisse de -3.1% sur un an. Toutefois la production industrielle pourrait profiter au 3ème trimestre d'une relance de la demande chinoise à la sortie de la période de confinement.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)



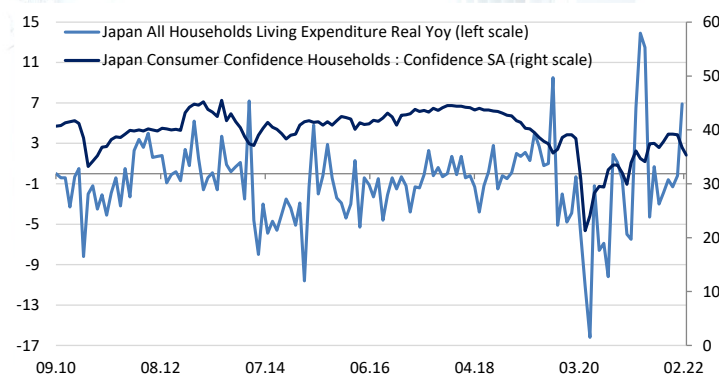
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les ménages restent prudents

La consommation des ménages fait face à une remontée progressive de l'inflation et à un affaiblissement de la croissance des salaires. Un taux de chômage toujours au plus bas à 2.6% et un ratio d'offres d'emploi par demandeur de 1.27

devraient constituer des éléments favorisant une amélioration de la confiance des ménages, mais ces facteurs semblent aujourd'hui relégués au second plan. Car malgré des conditions serrées sur le marché du travail, les entreprises ne semblent pas en mesure de pouvoir augmenter suffisamment le niveau des salaires. La hausse de ces derniers sur un an est encore trop inférieure à celle de l'inflation pour permettre une compensation et éviter une diminution du pouvoir d'achat. Une possible accélération en juin des salaires en relation avec la saison des bonus restera certainement insuffisante pour contrer l'accélération probable de l'inflation japonaise en partie due à la faiblesse du yen. Le revenu réel des ménages en diminution ne soutiendra pas la croissance de la consommation au 2ème trimestre. L'indice de confiance des consommateurs (-30.2) poursuit dès lors son déclin en juillet et suggère une dynamique modérée.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le déficit commercial se résorbera à court terme

Le dernier trimestre a été particulièrement difficile pour le commerce extérieur japonais. Marqué par plusieurs facteurs défavorables il s'est bouclé sur un nouveau déficit. En juin, la balance commerciale enregistrait un onzième mois consécutif de déficit commercial dans un environnement caractérisé par une chute massive du yen et d'une hausse record des coûts de l'énergie. Le déficit mensuel s'est tout de même réduit de 2.39 trillions de yen à 1.38 trillion en juin. Les importations ont progressé de +46.1% par rapport à juin 2021, essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole, du gaz et du charbon. Les exportations n'ont progressé que de +19.4% en raison de la baisse de la demande mondiale et de la diminution du commerce avec la Chine. Les excédents commerciaux enregistrés à la même période de l'année précédente ont ainsi fait place à des déficits. Clairement, la hausse des importations n'est pas due à une progression de la demande, mais elle est la résultante de la forte hausse en dollars des matières premières exacerbée par la chute de la devise nipponne. La dépendance du Japon à l'égard des importations de matières premières, notamment de l'énergie et de l'alimentation, pénalise la performance de son économie très affectée indirectement par la guerre en Ukraine. Si la tendance actuelle ne change pas sur ces paramètres, les déficits commerciaux risquent de se poursuivre.

Toutefois, le déclin récent des matières premières et une reprise graduelle des exportations et du commerce avec la Chine contribueront à une diminution de la dynamique de hausse des prix importés et de faiblesse de la balance commerciale. Le déficit commercial mensuel devrait ainsi se résorber au cours des prochains mois.

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

A la fin juin, l'indice des prix à la consommation (CPI) a progressé de +2.4% sur un an. Il s'agit de la plus forte inflation enregistrée depuis 2014, qui avait alors vu l'inflation remonter très rapidement et temporairement au-dessus de 3.5%.

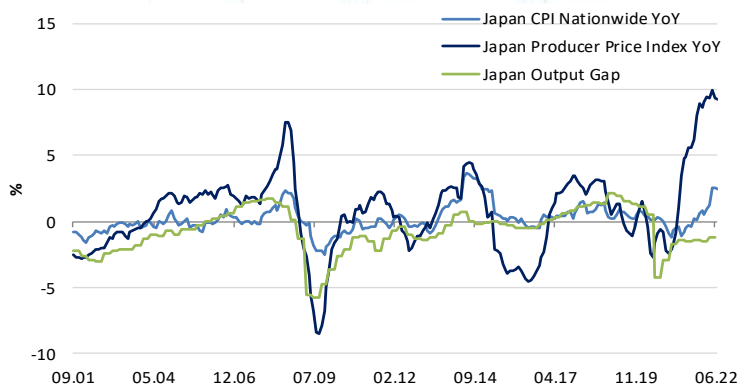
Le Japon n'échappe pas à la tendance mondiale de hausse de l'inflation, mais malgré la nette dépendance du Japon vis-à-vis des matières premières importées, l'évolution des prix reste encore relativement modérée. La transmission de la hausse des prix importés, puis des prix à la production, à la consommation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

Les prix à la production, en hausse de +9.2% sur un an à la fin juin, n'ont effectivement pas été complètement répercutés sur l'indice des prix à la consommation. On observe plutôt une stabilisation des prix depuis trois mois au Japon à un rythme d'environ +9% qui serait plutôt de nature à annoncer une prochaine baisse de « momentum ».

Pour les entreprises cela signifie qu'elles sont encore fortement affectées par cette difficulté de passer aux consommateurs leurs augmentations de coûts de production. Une baisse des marges semble donc logiquement en cours dans les secteurs manufacturiers, dont l'impact est clairement négatif sur les profits et sur les marges des entreprises.

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

L'inflation japonaise semble donc finalement relativement contenue malgré la faiblesse du yen et la hausse des matières premières.

Il est aussi probable qu'une diminution des tensions se concrétise suite au déclin récent des prix des matières premières.

La faiblesse du yen pourrait aussi prochainement perdre en intensité et contribuer à une stabilisation de l'inflation.

Nous estimons que l'inflation japonaise ne devrait pas s'emballer et prévoyons plutôt une stabilisation déjà entre 2% et 2.5% au cours des prochains mois. La BoJ ne devrait pas être particulièrement alarmée par de tels développements le cas échéant.

La BoJ n'est pas prête à changer de politique

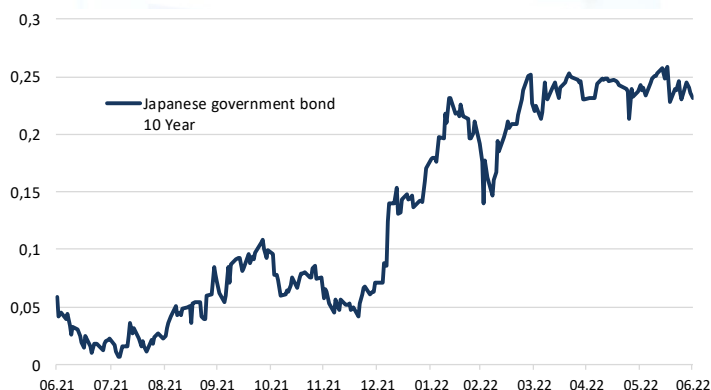
Nous sommes toujours d'avis que la BoJ ne devrait pas réagir à la hausse des indices de prix à la production sans avoir pu en constater des effets indirects sur les mesures globales des prix à la consommation. Elle attendra en effet d'observer les effets des progressions des indices de prix importés et des prix à la production sur les indices CPI avant de considérer un changement de politique, ce qui à ce jour ne semble pas être un développement en cours. 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, au Royaume-Uni et en Europe notamment.

Malgré un réajustement de ses prévisions d'inflation pour l'année de +1.9% à +2.3%, la BoJ prend en considération les mesures gouvernementales de soutien fiscal dont l'objectif est de freiner les effets de la hausse des carburants et de « contrôler » indirectement les indices de prix. La banque centrale est certainement aussi rassurée par la baisse des rendements obligataires. La politique monétaire de la BoJ restera résolument accommodante et en décalage avec celles menées par les autres banques centrales des principaux pays industrialisés. La BoJ maintient sa politique monétaire, conserve des taux directeurs à -0.1% et son objectif à 0% pour les taux à dix ans du gouvernement. Elle ne s'inquiète pas de la faiblesse du yen et estime certainement que le yen ne devrait plus baisser significativement. Le gouverneur de la BoJ ne considère certainement pas envisageable de piloter le taux de change en faveur du yen dans le contexte de différentiel de rendement aussi important contre le dollar notamment.

Fluctuations réduites sur les marchés de capitaux en yen

Si les taux longs japonais à dix ans ont aussi été affectés par la tendance généralisée de rebond des rendements observée dans la plupart des marchés des capitaux au cours des cinq premiers mois de l'année, l'amplitude des fluctuations est cependant restée très limitée. Les rendements des obligations gouvernementales à dix ans avaient rapidement progressé de 0.05% à 0.26% sans être beaucoup plus affectées par la panique généralisée qui avaient poussé les taux longs fortement à la hausse après la publication de l'inflation US le 10 juin. La détente qui est intervenue ensuite s'est aussi manifestée dans des amplitudes réduites au Japon, puisque les rendements ont à peine glissé de 0.26% à 0.17%.

Rendement des obligations à dix ans du gouvernement



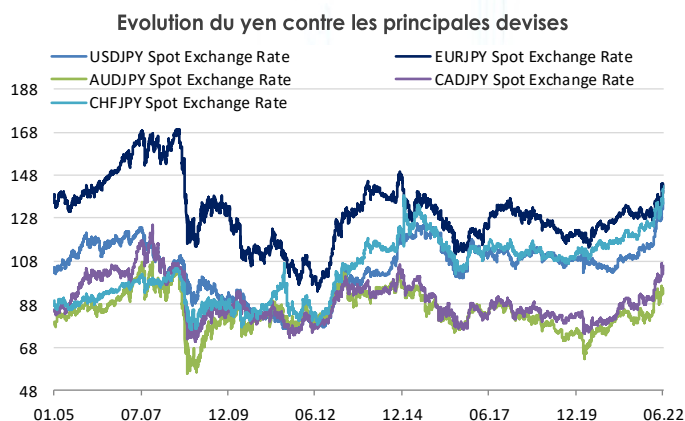
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La période actuelle de faiblesse du yen ne contribue pas à augmenter l'attrait des obligations japonaises qui doivent rester largement sous pondérée dans une stratégie obligataire diversifiée internationalement.

En effet, la détention de positions obligataires en yens n'est pas attrayante en comparaison de rendements offerts dans d'autres devises. Une allocation en obligations en yens pourrait potentiellement être justifiée par l'anticipation d'un gain de change, qui n'avait jusqu'à présent que peu de probabilité de se concrétiser. Les obligations japonaises n'offrent aucunes perspectives intéressantes dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

Tendance toujours morose pour le yen

Il s'avère particulièrement difficile pour la devise japonaise de résister depuis plusieurs mois à l'évolution conjointe de quelques facteurs défavorables poussant la dépréciation du yen. L'évolution des différentiels de rendement vis-à-vis du yen a été largement en sa défaveur et le restera sans doute quelques temps encore aussi longtemps que la BoJ maintiendra un objectif de rendement proche de zéro dans le contexte international de hausse des taux. Depuis le début de l'année, la devise japonaise a chuté de -20% contre le dollar, de -13% contre le franc suisse et de -10% contre l'euro. La devise japonaise franchi ainsi de nouveaux seuils et se trouve au plus bas de deux dernières décennies.



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 derniers mois à accru le différentiel de taux et la politique monétaire américaine maintiendra des conditions qui contribueront à renforcer aussi le différentiel sur la partie courte de la courbe de taux, une mauvaise nouvelle pour la devise japonaise qui ne peut encore pas compter sur de nouveaux facteurs positifs.

L'indice Nikkei reste sur une dynamique haussière

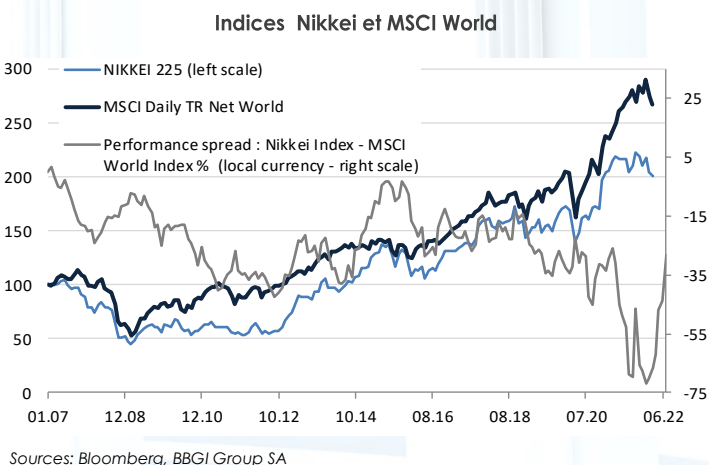
Les actions japonaises ont plutôt bien résistées à l'environnement négatif qui a entouré les marchés actions au premier semestre. Depuis le début de l'année les valeurs du Nikkei n'ont ainsi glissé que de -2% en monnaie locale contre des baisses plus importantes pour les actions européennes (-13%) et les valeurs technologiques du Nasdaq (-18%).

En termes relatif, le Nikkei semble encore attrayant aujourd'hui avec une valorisation de 14.7x les profits de 2023, contre un PE de 17x pour l'indice S&P500. Le Nikkei se traite à un discount de 20% par rapport à l'indice S&P500.

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 encore des raisons de s'intéresser au marché japonais. La reprise de l'économie chinoise après une longue phase de net ralentissement va permettre une reprise également des échanges avec le Japon. Le secteur manufacturier pourra désormais compter sur une diminution des difficultés d'approvisionnement d'une part et sur une compétitivité accrue pour ses exportations grâce à la faiblesse du yen.

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.

A moyen terme, les actions japonaises offrent des opportunités d'investissement et de diversification intéressantes et restent bien orientées sur une dynamique haussière.



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
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch