ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO

PERSPECTIVES MODEREMENT POSITIVES POUR LE NIKKEI

Fléchissement conjoncturel. Indicateurs avancés toujours mixtes. Faible confiance des consommateurs. Inflation au plus haut. Stabilisation du yen. Politique monétaire toujours expansive. Perspectives modérément positives pour le Nikkei.

Points clés

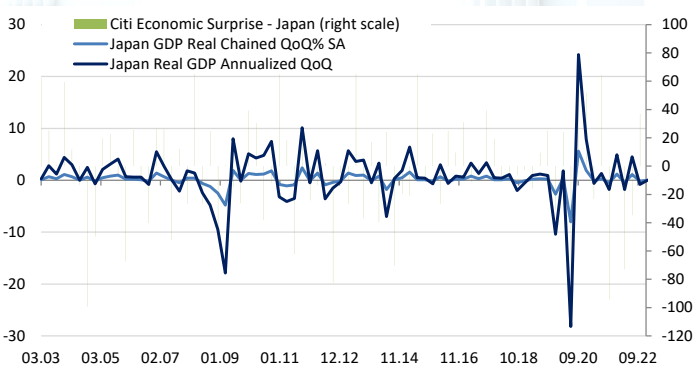
- Contraction de l'économie japonaise au T3 de –0.8%
- Perspectives toujours moroses pour le T4
- Indicateurs avancés toujours modérément optimistes
- La confiance des consommateurs est au plus bas
- Le déficit commercial reste au plus bas historique
- L'inflation japonaise atteint un nouveau sommet
- La BoJ maintiendra sa stratégie de contrôle absolu de la « yield curve »
- Les obligations japonaises n'offrent toujours pas d'intérêt
- Stabilisation du yen après trois mois d'extrême volatilité
- Perspectives modérément positives pour l'indice Nikkei

Contraction de l'économie japonaise au T3 de –0.8%

Le ralentissement conjoncturel mondial frappe également le Japon qui enregistre une contraction de son PIB de –0.2% pour le 3ème trimestre et de –0.8% sur un an. Après avoir pourtant bondi de +3.5% au 2ème trimestre, l'économie japonaise a brutalement changé de rythme en subissant un revers plus important qu'attendu au cours de l'été selon les premiers résultats publiés de –1.2%. La révision récente de sa performance est finalement plutôt conforme aux attentes. Les effets du Covid et de la chute du yen n'ont pas été sans effet sur l'économie du soleil levant dont on attend pourtant une légère reprise en fin d'année. Cette révision souligne que les exportations ont finalement permis de limiter les effets négatifs en termes de commerce extérieur, alors que les dépenses en biens d'équipement des sociétés japonaises ont plutôt bien résisté. La hausse des inventaires s'est aussi avérée une composante positive soutenant le PIB, mais cette tendance comporte un aspect plutôt inquiétant car elle reflète une demande insuffisante contrastant avec la production effective des entreprises japonaises. La consommation s'est aussi avérée moins dynamique en réaction logique à la remontée des effets négatifs du Covid pendant l'été.

L'économie japonaise fera face à de nouvelles difficultés en fin d'année et au début de 2023 liées à la faiblesse probable de la demande globale. Une récession semble ainsi probable si l'économie ne retrouve pas un second souffle induit par l'activité domestique dans les prochains mois. Ce facteur essentiel pour compenser les risques d'un fléchissement plus net de la demande internationale ne semble pourtant pas vouloir s'améliorer. La consommation a en effet très faiblement réagi au 3ème trimestre et n'a que peu de raisons de s'affirmer comme l'élément clé capable de soutenir la croissance durant les prochains mois. Le premier ministre Fumio Kishida a déjà mis sur pieds des mesures de soutien afin de contrer les effets négatifs d'une remontée de l'inflation, même si celle-ci reste faible en comparaison internationale au Japon. On peut ainsi logiquement attendre des effets positifs de ces mesures sur les prochains chiffres de consommation des ménages. Du côté de la politique monétaire, la position de la BoJ est claire: les taux directeurs resteront bas, ce qui empêche toute contagion possible aux taux d'intérêt et aux coûts de financement global des ménages et des entreprises au Japon.

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives toujours moroses pour le T4

La relance de la demande extérieure et de la consommation des ménages est donc assez largement incertaine. Si la demande intérieure de services peut soutenir la croissance durant le trimestre, les effets de la baisse du yen sur les prix importés et sur les prix à la consommation sont de nature à

freiner la consommation des ménages. Ces derniers pourront toutefois compter sur des subsides de l'état leur permettant de compenser en partie la hausse des prix de l'électricité. Mais la réduction des marges des entreprises ne permettra pas une progression des salaires susceptible de soutenir les revenus disponibles des ménages et la demande privée. La réouverture des frontières offrira sans doute de nouvelles perspectives en termes de tourisme permettant de soutenir également la croissance. Du côté de la production, la hausse des inventaires du T3 devrait pénaliser la production industrielle en fin d'année. Une relance de la demande mondiale pour la production japonaise indispensable à une croissance du PIB fera encore certainement défaut au T4. Les perspectives économiques à court terme pour le Japon s'avèrent à nouveau moroses.

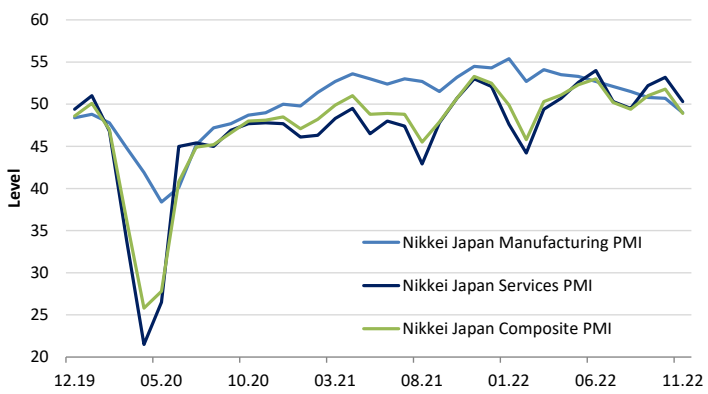
Indicateurs avancés toujours modérément optimistes

Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan PMI publiés en début décembre sont en phase de relative stabilisation, bien qu'en déclin relatif par rapport à la fin du 3ème trimestre.

Le PMI des services (50.3) se stabilise légèrement au-dessus de 50, soutenant à peine l'estimation de résilience du segment. Le PMI manufacturier reste sensiblement en dessous du seuil positif et glisse encore sur le mois de novembre de 49.4 à 49, poursuivant son déclin observé depuis février 2022. Globalement le PMI composite se stabilise à 48.9 après avoir repassé en dessous du seuil de croissance.

L'effondrement de la production industrielle (-2.6%) en octobre fait suite à une chute de –1.7% en septembre soulignant aussi la faiblesse du secteur manufacturier en cours. La reprise sera certainement anémique au T4, les exportations de semiconducteurs vers la Chine ayant notamment été particulièrement faibles. Les enquêtes auprès des producteurs japonais sont pourtant un peu plus positives mais n'annoncent pas une confiance suffisante pour espérer une reprise significative. Sans une relance de l'activité chinoise plus visible, les exportateurs japonais ne se risqueront certainement pas à augmenter leur production au T4. Alors que la chute des commandes de machines outils ne semble pas vouloir s'interrompre selon les derniers chiffres publiés pour octobre, en retrait de –5.5% sur un an, elle masque une forte disparité entre régions pouvant peut-être offrir quelques signes positifs pour le Japon. La chute des commandes européennes (-24.6%) et des pays asiatiques ex-Chine (-28.5%) contraste en effet avec une reprise des commandes de la Chine en hausse de +28.8%. Certains espoirs semblent donc encore permis, même si l'incertitude domine donc encore dans ce secteur extrêmement important pour les exportations japonaises.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)

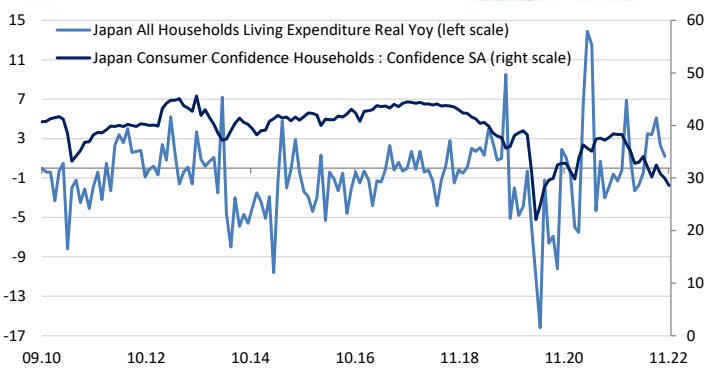


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La confiance des consommateurs est au plus bas

La progression de l'inflation perturbe l'évolution de la consommation des ménages. La confiance de ces derniers s'enfonce encore selon les derniers chiffres publiés montrant une poursuite du déclin. Elle se situe désormais à 28.6 correspondant à son plus bas niveau des deux dernières années . La croissance des salaires reste faible, bien que le taux de chômage soit toujours très bas à 2.6% en octobre. Le ratio d'offres d'emploi par demandeur s'est toutefois légèrement accru de 1.34 à 1.35. Globalement le marché de l'emploi reste en tension et laisse supposer malgré tout qu'une transmission progressive soit possible sur le niveau des salaires. La hausse des prix importés et des coûts de production à laquelle font face les entreprises constitue toutefois un facteur contraignant pouvant encore limiter au cours des prochains mois la capacité des entreprises à supporter et accepter des hausses de salaires. Les ventes de détail restent en très faible progression d'à peine +0.2% sur un mois et de +4.3% sur un an. L'accélération récente de la hausse des prix a provoqué un rebond de +3.6% du CPI à Tokyo et dans le pays sur un an, pesant logiquement sur la confiance des ménages et la consommation privée.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le déficit commercial reste au plus bas historique

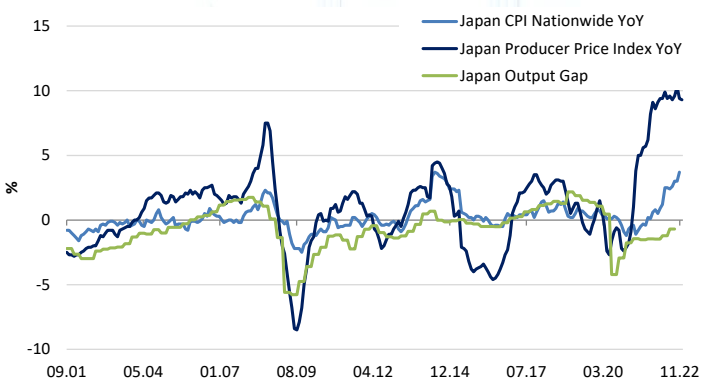
La balance commerciale japonaise ajustée s'enfonce à nouveau en octobre et atteint le niveau record de 2'299 milliards de yens de déficit, son plus bas niveau depuis quinze années. Les importations ont augmenté de +53.5% sur un an, accélérant la hausse déjà enregistrée les mois précédents. La progression de +25.3% des exportations s'est encore avérée largement insuffisante pour freiner cette tendance. L'effondrement du commerce extérieur met en évidence l'impact de plus en plus important de la dépréciation du yen sur la hausse du coût des importations. Le Japon enregistre une longue séquence de dégradation de son déficit commercial depuis plus de quinze années, essentiellement en raison de la hausse des prix du pétrole, du charbon et du gaz naturel liquéfié. Du coté des exportations, on remarque aussi que malgré la baisse du yen, la demande extérieure n'augmente pas de manière significative en volume. Le ralentissement en Europe et aux Etats-Unis limite probablement déjà la progression des commandes. Le déficit commercial par région montre effectivement l'impact des importations de produits pétroliers et matières premières en trillions de yens avec l'Australie, les EAU et l'Arabie Saoudite. Le déficit commercial avec la Chine est en partie compensé par l'excédent existant avec les Etats-Unis. Une reprise plus importante de la demande extérieure sera indispensable pour espérer un renversement de tendance, désormais de moins en moins probable avec l'entrée en récession possible de plusieurs partenaires économiques importants du Japon.

L'inflation japonaise atteint un nouveau sommet

L'inflation japonaise est restée longtemps contenue avant que la forte dépréciation du yen de 115 à 150 yens par dollar US ne vienne renforcer une tendance déjà initiée par la hausse des prix des matières premières. Alors que l'indice CPI était encore contenu à la fin mars à +1.2%, la chute du yen a propulsé l'inflation à +3.6% en octobre. L'indice des prix à la consommation est maintenant à son plus haut niveau depuis octobre 2014, qui avait alors vu l'inflation remonter très rapidement et temporairement à 3.7%.

Le Japon n'échappait pas à la tendance mondiale de hausse de l'inflation essentiellement liée à sa dépendance vis-à-vis des matières premières importées. La hausse des prix à la production a dépassé +10% en septembre avant de retomber à +9.1% à la fin octobre. La transmission de la hausse des prix importés, puis des prix à la production à la consommation s'est finalement développée avec toutefois des effets relativement limités au Japon si l'on considère la chute majeure de la devise japonaise. Le facteur énergie & matières premières restera certainement un facteur déterminant dans l'évolution de l'inflation au cours des prochains mois en apportant une contribution probablement moins importante qu'au cours des derniers mois. La stabilisation des prix du pétrole et du gaz diminuera en effet l'impact de ces cours sur les prix importés. Parallèlement à l'amélioration de cette tendance, la récente reprise du taux de change, qui s'est heureusement apprécié de près de +10% contre le dollar en quelques semaines, devrait aussi avoir plusieurs effets positifs sur le résultat du commerce extérieur comme sur celui de l'inflation.

« Output gap » et inflation (CPI PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation japonaise semble donc avoir peut-être déjà atteint un pic de tendance et pourrait désormais enfin montrer quelques signes bienvenus de fléchissement. Il est dès lors plus probable de voir ces effets se combiner pour permettre à l'inflation japonaise de se stabiliser et décliner plutôt que de se renforcer. Cette évolution devrait conforter la BoJ dans sa politique monétaire toujours très largement expansionniste.

La BoJ maintiendra sa stratégie de contrôle absolu de la « yield curve »

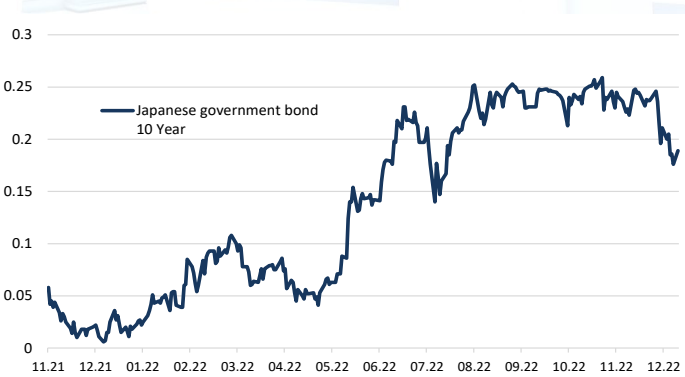
La BoJ, comme d'autres banques centrales, maintient son objectif d'inflation de +2%, mais ne change pas sa politique monétaire pour autant malgré la hausse des prix de +3.6%. Alors que d'autres attaquent la problématique de la montée de l'inflation au-dessus de leurs objectifs, la BoJ ne voit pas encore de raison de relâcher sa stratégie de contrôle de la « yield curve ».

L'évolution récente de l'inflation pourrait toutefois faire réfléchir les autorités monétaires, mais celles-ci se déclarent toujours prêtes à maintenir leur politique monétaire ultra-expansive. Une inflexion prochainement de la politique monétaire de la BoJ ne semble donc pas envisageable malgré le niveau supérieur d'inflation. Si aujourd'hui les membres du comité de politique monétaire ont des positions favorisant encore une politique expansive, une dynamique semble se mettre en place dans l'économie qui pourrait bien les convaincre dans les prochains mois d'adopter une nouvelle stratégie. Contrairement aux autres banques centrales, la BoJ n'a en effet pas encore relevé ses taux directeurs en 2022 et pourrait donc envisager un changement prochain de cap. Le gouverneur Kuroda citait régulièrement la nécessité de voir une progression des prix, une reprise économique et une hausse des salaires comme combinaison attendue des conditions qui permettrait un changement de politique. Une hausse des taux directeurs envisageable dans ce contexte semble ainsi un peu plus probable maintenant que l'inflation atteint +3.6% et que les salaires pourraient réagir aux conditions tendues du marché de l'emploi. Cet éventuel changement de politique n'est pourtant certainement pas encore à prévoir dans l'immédiat, mais il semble désormais que le sentiment général des membres du comité soit en train de changer. La banque centrale du Japon est cependant encore loin de vouloir enclencher un processus de normalisation de sa politique et a maintenu sans surprise lors de sa dernière réunion du 28 octobre pour l'instant sa politique monétaire en conservant des taux directeurs à –0.1%.

Les obligations japonaises n'offrent toujours pas d'intérêt

Alors que la plupart des marchés de capitaux se sont enflammés en 2022, le marché obligataire japonais est resté pratiquement insensible au vent de panique qui s'est emparé des marchés internationaux. La politique de la BoJ s'est avérée particulièrement efficace pour combattre les anticipations des investisseurs alors que l'inflation bondissait aussi significativement dans le pays. Les taux longs japonais à dix ans n'ont subi que quelques soubresauts sans être réellement affectés par la tendance généralisée observée dans la plupart des marchés des capitaux. Les rendements des obligations gouvernementales à dix ans sont restés proches de 0.2% au cours des neuf derniers mois, dans une bande étroite de fluctuation de +/-0.05%. Les faibles rendements en yens et la dépréciation du yen ne contribuent pas à augmenter l'attrait des obligations japonaises, qui doivent rester largement sous pondérées dans une stratégie obligataire diversifiée.

Rendement des obligations à dix ans du gouvernement



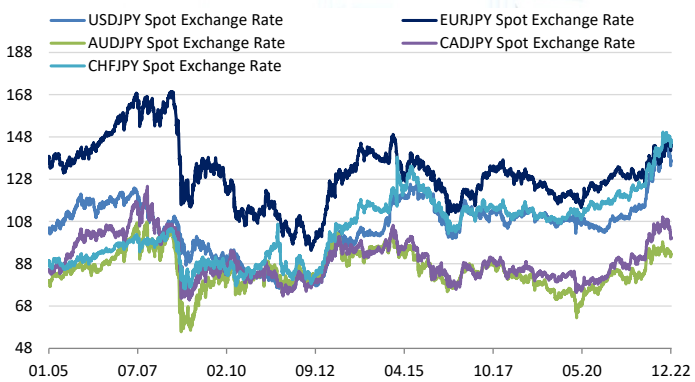
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La détention de positions obligataires en yens n'est effectivement toujours pas attrayante en comparaison des 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 donc aucunes perspectives intéressantes dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

Stabilisation du yen après trois mois d'extrême volatilité

L'objectif de dépréciation du yen à 150 contre le dollar US annoncé dans notre précédente « Stratégie d'investissement » s'est matérialisé au cour du troisième trimestre et a été suivi d'une correction presque aussi rapide en novembre. Le taux de change s'est rapidement ajusté lorsque les chiffres d'inflation aux Etats-Unis ont montré un ralentissement notable dans le courant du mois. L'évolution des différentiels de rendements entre le dollar et le yen, qui avaient été largement en sa défaveur ont alors suivi une nouvelle tendance moins défavorable. Si la BoJ maintiendra très certainement un objectif de rendements proches de zéro dans les prochains mois, les anticipations s'ajusteront un peu à la baisse pour l'évolution prochaine des rendements en dollars. Depuis le début de l'année, la devise japonaise avait chuté de –30% contre le dollar avant de se reprendre depuis peu dans ce nouveau contexte.

Evolution du yen contre les principales devises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

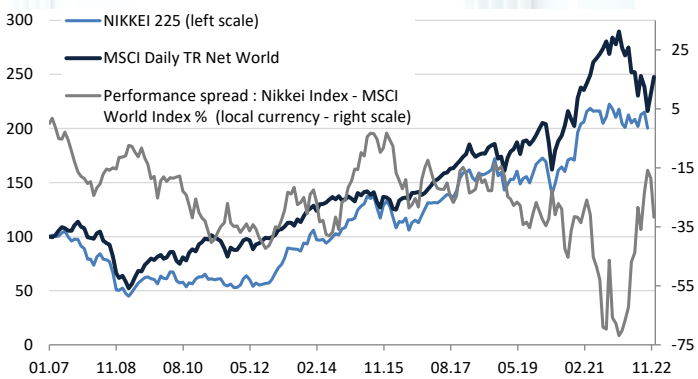
Nous estimons toujours que le différentiel de rendements devrait rester le principal facteur déterminant la valeur du yen et notamment du taux de change contre le dollar américain. Le fléchissement des rendements en dollars US des dernières semaines affecte le dollar et redonne du soutien au yen. Nous estimons que le taux de change devrait désormais fluctuer entre 130 et 140 yens pour un dollar au cours des prochains mois.

Perspectives modérément positives pour l'indice Nikkei

Les actions japonaises ont particulièrement bien résisté cette année aux pressions subies par la très grande majorités des autres indices boursiers. A quelques semaines de la fin de l'année, le Nikkei tire toujours largement son épingle du jeu avec une performance honorable de –3% alors que le S&P500 est encore en baisse de –17.5% par exemple. L'amélioration progressive du climat boursier international, encore assez largement perturbé par l'évolution de l'inflation dans la plupart des pays et par les effets de la crise énergétique en cours, profite aussi au marché japonais. L'absence de pressions sur les taux japonais est certainement un facteur essentiel de la résilience exceptionnelle des titres japonais, alors que les perspectives bénéficiaires des sociétés sont affectées négativement par la baisse de la demande internationale.

En termes relatifs, le Nikkei n'est ainsi plus autant attrayant aujourd'hui avec une valorisation de 15x les profits de 2023, contre un PE d'à peine 12x pour les valeurs européennes. Il reste toutefois moins cher que le S&P500 (PE de 17x). La baisse de la prime de risque relative pour les titres japonais dans l'environnement de yen en stabilisation limite désormais l'attrait des actions japonaises dans une stratégie diversifiée sur le plan international. Les valorisations relatives s'avèrent en effet sensiblement plus favorables aux entreprises européennes. Dans cet environnement, malgré des perspectives encore relativement positives, nous suggérons une allocation sous exposée en titres japonais.

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