

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES MODEREES POUR LE NIKKEI

Croissance au point mort au T4. Indicateurs avancés mixtes. Faible amélioration de la confiance des consommateurs. Réduction du déficit commercial. Baisse de l'inflation. Politique monétaire expansive. Perspectives modérées pour le Nikkei.

Points clés



- L'économie japonaise est au point mort au T4 (0%)
- Perspectives à peine positives pour le T1 2023
- Croissance du PIB en hausse de +1% en 2023
- Indicateurs avancés toujours modérément optimistes
- Faible amélioration de la confiance des consommateurs
- Le déficit commercial diminue de -50% mais persiste
- L'inflation japonaise semble enfin se calmer
- La BoJ fait aussi face aux ajustements post SVB
- Les rendements en yens n'offrent toujours pas d'intérêt
- Différentiels de taux toujours défavorables au yen
- Perspectives mitigées pour les actions japonaises

prise de mettre fin aux mesures restrictives anti-Covid. La consommation privée s'est avérée faible et en petite croissance de +0.3% sur le trimestre, tandis que les dépenses de biens d'équipement et investissements ont reculé de -0.5%. Les entreprises japonaises ne semblent pas encore convaincues de l'amélioration possible du climat des affaires et ont ainsi ajusté leurs anticipations plus prudentes en limitant leurs investissements.

L'économie japonaise fera encore face à de nouvelles difficultés en raison de la probabilité faible d'une demande globale pendant l'hiver. La consommation domestique s'avèrera une nouvelle fois un facteur décisif pour tenter de compenser les risques d'un fléchissement plus net de la demande internationale. La consommation avait encore été faible au T4, notamment en raison de la hausse des prix, mais cette faible dynamique a tout de même surpris négativement les observateurs qui s'attendaient à de meilleurs résultats soutenus par les stimulations fiscales mises en œuvre par la Banque centrale du Japon (BoJ).

L'économie japonaise est au point mort au T4 (0%)

Nous attendions un 4ème trimestre toujours morose pour l'économie japonaise, potentiellement peu soutenue par la demande externe ou par la demande intérieure. Le résultat du PIB japonais corrigé des variations saisonnières a été publié et s'est finalement établi à 0% au T4, ne laissant finalement qu'une progression minimale de +0.1% sur un an. C'est toutefois en comparaison annuelle un peu mieux que la contraction de -0.8% enregistrée au trimestre précédent, mais la faiblesse de la conjoncture au T4 souligne la fragilité persistante de la situation économique au Japon après un T2 en hausse de +3.5% annualisée, qui pouvait alors sembler plus encourageante pour le deuxième semestre. Ce résultat est aussi très largement en dessous des attentes des autorités japonaises. Du point de vue de la banque centrale du Japon, cette absence de performance soutiendra encore un peu plus la nécessité de devoir renforcer les mesures de soutien économique et de maintenir une politique monétaire accommodante. Les effets du Covid et de la chute du yen n'ont pas été sans effet sur l'économie du soleil levant, qui n'a pas encore pu compter au T4 sur la reprise chinoise qui s'annonce pour les prochains trimestres grâce à la décision

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives à peine positives pour le T1 2023

L'économie japonaise a donc tout juste évité une récession technique en enregistrant une hausse annualisée de +0.1% au T4 confirmant la faiblesse attendue de la conjoncture. Les perspectives pour le 1er trimestre sont à peine meilleures, le PIB devant encore souffrir d'une consommation des

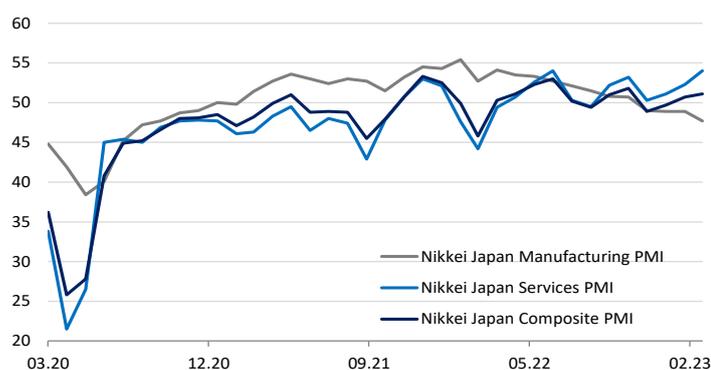
ménages insuffisantes malgré les stimulations fiscales en cours, comme cela fut déjà le cas au trimestre précédent. Les dépenses de consommation des voyageurs étrangers au Japon pourraient apporter un soutien à la consommation domestique sans influencer cependant significativement le niveau global de celle-ci. La reprise du Japon devrait s'installer très graduellement, car la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, consécutive au déclin régulier du revenu disponible, ne devrait se stabiliser que très progressivement. La réouverture de la Chine semble être le facteur principal sur lequel peut compter l'économie japonaise pour une relance de ses exportations, mais il est encore difficile de déterminer à quel moment les premiers effets seront visibles, car les exportations japonaises vers la Chine ont en fait décliné ces deux derniers mois. La demande mondiale devant rester faible au T1, les perspectives économiques à court terme pour le Japon s'avèrent à nouveau moroses mais en hausse probable de +1% sur l'ensemble de l'année.

Indicateurs avancés toujours modérément optimistes

Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan PMI publiés en début mars s'améliorent un peu. L'indicateur composite (51,1) enregistre sa troisième hausse consécutive et repasse au-dessus du seuil de croissance (50). C'est avant tout le rebond de l'indice des services (54) qui soutient l'amélioration observée, alors que le segment manufacturier reste toujours à la peine (47,7). Les indices PMI confirment la poursuite de la tendance observée sur l'indicateur avancé japonais, encore en déclin en janvier de 96,9 à 96,5, alors que l'indicateur coïncident du cycle économique glisse aussi de 99,1 à 96,1.

L'effondrement de la production industrielle (-5,3%) en janvier fait suite à une courte stabilisation en décembre. Mais le taux d'utilisation des capacités chute de -5,5% à 89,6% et témoigne de la faiblesse en cours. Alors que la chute des commandes de machines outils ne semble pas vouloir s'interrompre selon les derniers chiffres publiés pour février, en retrait de -10,7% sur un an. Les sociétés japonaises s'attendent pourtant maintenant à une reprise des commandes de machines au 1er trimestre de +4,3% pouvant effacer le déclin des trois derniers mois (-5%). Le secteur manufacturier s'attend à une hausse de +13,6% suivant un déclin de -14% le trimestre précédent, essentiellement soutenu par la reprise de la demande dans le secteur aéronautique et la production de machines. Ils s'attendent aussi à un impact favorable de la réouverture de la Chine. 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)

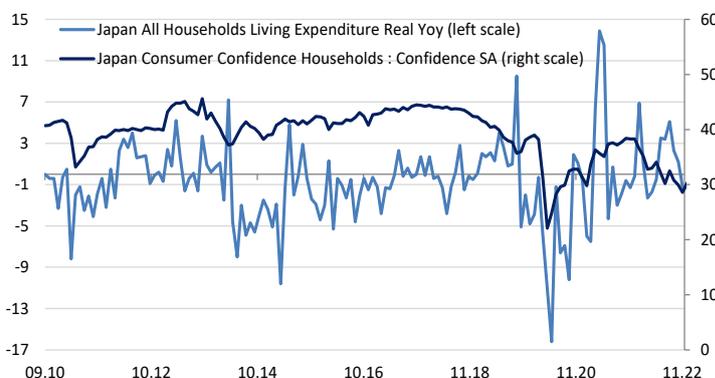


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Faible amélioration de la confiance des consommateurs

La confiance des consommateurs japonais reste faible et toujours très inférieure à celle observée il y a quelques trimestres, mais elle a pourtant progressé depuis trois mois et remonte progressivement. L'indicateur de confiance progresse en effet de 28,6 à 31,1 soulignant une légère amélioration de la perception des risques des ménages. Malgré un ratio d'offres d'emploi par demandeur stable de 1,35 et un taux de chômage encore en baisse ces derniers mois de 2,6% à 2,4%, le revenu disponible ne progresse plus que de +0,8% sur un an et le revenu réel se contracte de -4,1% après une prise en compte de l'inflation, ce qui correspond à sa plus forte baisse depuis 2014. Globalement, le marché de l'emploi reste en tension et laisse supposer malgré tout qu'une transmission progressive est possible sur le niveau des salaires. Les ventes de détail se sont par contre reprises et progressent de +1,9% portant la hausse à 6,3% sur un an. La baisse récente de l'inflation en chute de +4,4% en janvier à +3,4% (Tokyo) en février sur un an a probablement soutenu la reprise des ventes de détail et de la confiance.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Le déficit commercial diminue de -50% mais persiste

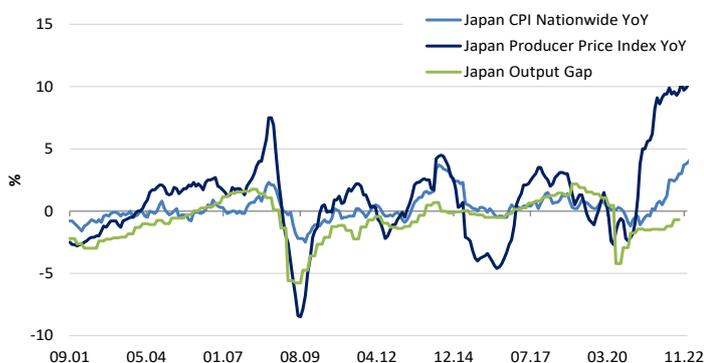
La balance commerciale japonaise ajustée enregistre en février son troisième mois consécutif d'amélioration relative. Après avoir chuté et atteint le niveau record de 2'299 milliards de yens de déficit en octobre 2022, le déficit commercial s'est réduit de moitié à 1'190 milliards de yens surprenant la plupart des experts. C'est avant tout la diminution des importations puis la reprise des exportations qui ont permis d'atteindre ce résultat encourageant pour le Japon. Les importations ont progressé de +8,3% sur un an, soit nettement moins que la hausse de plus de +50% enregistrée précédemment, grâce notamment à une diminution du coût des importations d'énergie. Du côté des exportations, la hausse de +6,5% a été soutenue par une reprise des exportations de véhicules. La reprise chinoise commence à avoir des effets sur la dynamique des exportations japonaises et pourrait soutenir progressivement la croissance du PIB. Par ailleurs, les signes de ralentissement conjoncturel attendus en Europe et aux Etats-Unis ne semblent pour l'instant pas affecter négativement les exportations japonaises en destination de ces deux régions. Elles progressent en effet de +18,6% et respectivement +14,9%, alors que les envois vers la Chine ont diminué en mars par rapport au mois précédent. Globalement, le commerce extérieur japonais enregistre encore son dix-neuvième mois de déficit consécutif dans un climat toujours caractérisé par une demande internationale insuffisante pour renforcer ses exportations et par des prix de l'énergie en yens qui pèsent sur le niveau des importations.

L'inflation japonaise semble enfin se calmer

L'évolution favorable du taux de change depuis son sommet de 150 yens contre le dollars US en octobre a certainement contribué significativement à l'amélioration nette des mesures d'inflation au Japon depuis quelques mois. La baisse de 150 à environ 130 yens a réduit le niveau de l'inflation importée renversant la tendance précédente qui avait soutenu la progression de l'inflation en 2022. L'inflation japonaise avait effectivement longtemps été 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. L'indice des prix à la consommation (CPI Tokyo) avait alors bondi de +0.8% à +3.9% en douze mois, il est désormais passé de +4.4% en janvier 2023 à 3.4% en février. Au niveau national, on attend le même type de déclin en comparaison sur un an qui abaisserait de +4.3% à +3.3% la hausse des prix à la fin février. Les subsides gouvernementaux ont aussi largement contribué à cette évolution positive qui n'aurait certainement pas été significative autrement. Parallèlement à cette évolution des indices CPI, les prix à la production ont enregistré une tendance déjà sensiblement meilleure depuis le mois d'octobre avec une décélération nette des données mensuelles et même une contraction des prix en février de -0.4%. En comparaison annuelle, les prix à la production avaient atteint un pic de hausse à +10.5% en décembre 2022, grâce à la récente dynamique plus positive, la progression sur un an a pu glisser ensuite à +8.2% en février 2023, ce qui reste élevé, mais qui devrait progressivement encore décliner.

La transmission de la hausse des prix importés et des prix à la production aux indices de prix à la consommation devrait encore développer des effets positifs au cours des prochains mois. Le facteur énergie et 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 +15% 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 déjà atteint un pic de croissance à partir duquel la tendance récente devrait se renforcer et permettre à la BoJ de conserver une politique monétaire toujours très largement expansionniste en particulier depuis l'évolution des risques suite à la faillite de la SVB.

La BoJ fait aussi face aux ajustements post SVB

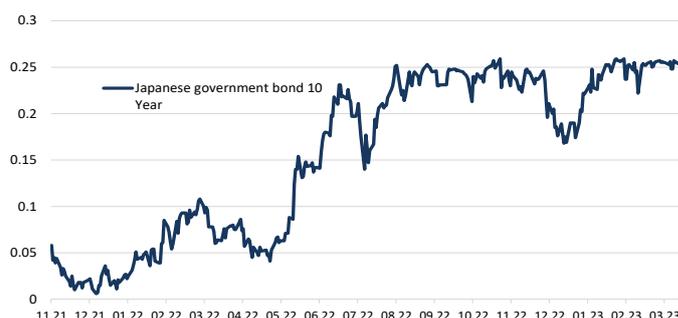
La BoJ mettait en œuvre jusqu'en décembre 2022 une politique monétaire en claire opposition à celle des autres banques centrales menant des politiques restrictives pour lutter contre l'inflation. Tout en maintenant son objectif d'inflation de +2%, elle avait poursuivi une stratégie de contrôle de la courbe de taux, malgré la hausse des prix, en adoptant une politique jugée aujourd'hui encore comme la plus souple des banques centrales en dépit d'une hausse décidée de 0.25% à 0.5% de ses taux directeurs en décembre. La politique visant à soutenir l'économie japonaise avec des taux bas, en contrôlant les taux sur l'ensemble de la « yield curve », l'a conduite à agir en accroissant encore ses achats de dette gouvernementale. La BoJ détient désormais 52% de la dette émise par le gouvernement japonais.

La crise de confiance provoquée par la faillite de la SVB n'a pas été sans effet sur le marché obligataire japonais et sur le sentiment des investisseurs au Japon. Le ministre des finances japonais a également du rappeler que les institutions financières japonaises disposaient de suffisamment de liquidités et de capital et que le système financier était stable et non menacé par cet événement. Il a également souligné qu'il suivait la situation de très près avec les responsables de la BoJ et d'autres autorités financières. Un front commun s'est donc aussi établi au Japon pour faire face aux éventuelles difficultés qui pourraient malgré tout toucher les institutions bancaires japonaises. Le secteur bancaire japonais a en effet aussi subi de fortes baisses de cours, peut-être plus en lien avec les risques concernant le Credit Suisse que ceux concernant les banques régionales américaines. Ces événements ont eu des répercussions sérieuses au Japon, également sur le niveau moyen des taux d'intérêt qui ont connu un ajustement immédiat à la baisse de l'ordre de 0.25% pour retrouver leurs niveaux d'équilibre précédant la hausse de taux directeurs de décembre. Nous estimons que la politique monétaire japonaise ne subira pas de changement radical dans ce contexte, en particulier si l'inflation se réduit.

Les rendements en yens n'offrent toujours pas d'intérêt

La hausse des rendements en yen de 0.25% à 0.5%, entre décembre 2022 et février 2023, ne constituait pas un changement significatif pour prendre en considération un investissement obligataire en yens. La chute récente des rendements à 0.25% dans le contexte évoqué ci-dessus ne modifie pas notre appréciation de la situation. Les faibles rendements en yens et la perspective de « flight to quality » pouvant soutenir le yen ne suffisent pas à créer des conditions suffisantes pour considérer positivement une exposition aux obligations japonaises.

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. Les obligations japonaises n'offrent donc aucune perspective intéressante dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

Différentiels de taux toujours défavorables au yen

La politique monétaire de la BoJ devrait rester relativement stable au cours des prochains mois, les taux directeurs estimés aussi bien pour juin et septembre étant toujours de 0.14%, suggérant une activité potentielle extrêmement limitée de la BoJ. A court terme, le yen pourrait toutefois profiter encore un peu du changement « dovish » attendu de la Fed d'une part et des négociations salariales japonaises qui ont abouti sur une hausse de salaires d'autre part, pouvant ouvrir la porte à des hausses de taux de la BoJ en fin d'année. Pour l'heure, le yen profite de l'incertitude liée à la faillite SVB et reprend une tendance positive. L'appréciation du yen nous semble toutefois déjà importante et prend déjà significativement en considération le changement de tendance récent sur les taux en dollars. Les rendements en dollars ont certes déclinés ces derniers jours, de près de 50 pnb sur les échéances longues, mais la baisse est de plus de 120 pnb sur les rendements à deux ans du Trésors. Ces rendements relatifs sont donc en nette baisse par rapport à ceux en yens, mais ils restent suffisamment élevés pour soutenir un taux de change d'équilibre proche de 130 yens selon nous. Nous estimons que le différentiel de rendement sera le principal facteur déterminant le niveau du taux de change et en l'absence d'une politique plus restrictive peu probable de la BoJ, nos perspectives favorisent une stabilisation prochaine du yen contre le dollar US entre 127 et 130 yens pour un dollar.

Evolution du yen contre les principales devises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

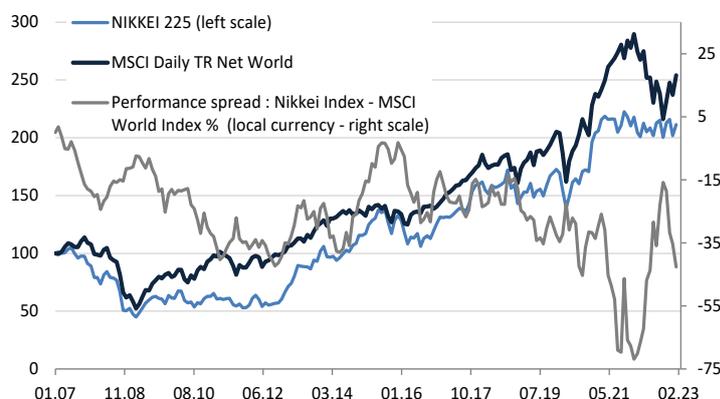
Perspectives mitigées pour les actions japonaises

Le secteur bancaire japonais a enregistré sa plus mauvaise performance hebdomadaire depuis avril 2020 dans le sillage de la faillite de la Silicon Valley Bank aux Etats-Unis. La correction de -18% du secteurs bancaire en cinq jours témoigne de la panique provoquée également au Japon par la faillite d'une banque américaine. Globalement, l'indice composite Topix efface presque tout ses gains de l'année en chutant de près de -8%.

L'amélioration progressive du climat boursier international avait aussi profité aux indices japonais qui approchaient leurs niveaux maximums de 2021 avant cet événement. L'absence de pression sur les taux japonais s'est avérée être certainement un facteur essentiel de la résilience exceptionnelle des titres japonais, alors que les perspectives bénéficiaires des sociétés restaient pourtant affectées négativement par la baisse de la demande internationale ainsi que par une consommation domestique encore peu dynamique.

En termes relatifs, le Nikkei n'est plus autant attrayant aujourd'hui avec une valorisation de 16x 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. 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 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 intégrité. 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