

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



ATTENTION AU NIKKEI AU PLUS HAUT DEPUIS 33 ANS

Accélération de +0.7% du PIB nippon. La confiance des ménages reste hésitante. Diminution de 66% du déficit commercial. L'inflation tombe à +3.2%. Politique monétaire très expansive. Attention au Nikkei au plus haut depuis 33 ans.

Points clés



- L'économie japonaise se reprend nettement au T1 et croît plus fortement qu'escompté (+0.7%)
- Ralentissement de la croissance au T2
- Indicateurs avancés un peu plus encourageants
- Faible amélioration de la confiance des consommateurs
- Le déficit commercial diminue de -66%
- L'inflation japonaise confirme sa tendance baissière
- La politique monétaire de la BoJ restera très expansive
- Les rendements en yens n'offrent toujours pas d'intérêt
- Différentiels de taux toujours défavorables au yen
- Nikkei au plus haut des 33 dernières années

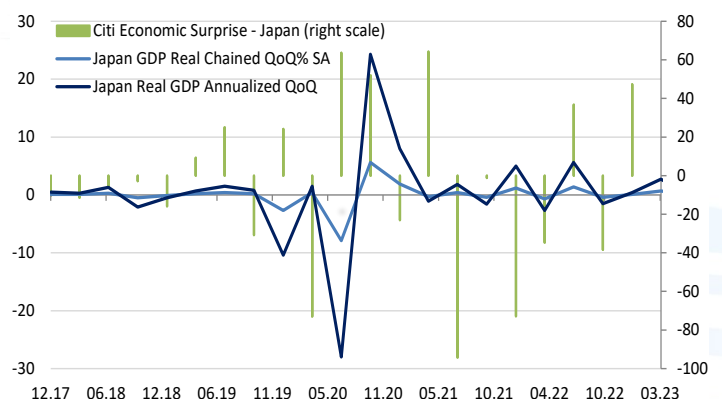
plus faibles qu'on ne l'avait d'abord estimé. Cette croissance plus forte que prévu s'accompagne donc de stocks en hausse de +0.4% et qui se situent près de leurs plus hauts niveaux depuis plus de trois décennies.

La troisième économie mondiale rattrape ainsi l'évolution plus positive déjà de l'économie américaine et chinoise après que le gouvernement ait décidé de mettre fin à ses restrictions sanitaires. Ce résultat du PIB réduit sensiblement les craintes qu'un ralentissement de la conjoncture mondiale ne pèse plus sur le sentiment des ménages et des entreprises au Japon. Cela dit, le PIB réel du Japon reste inférieur aux niveaux observés avant la pandémie. La consommation privée et les dépenses des entreprises sont encore en dessous de leurs précédents niveaux. La consommation privée n'a avancé que de +0.5%, alors que les dépenses d'investissement ont profité d'une hausse de +1.4%. Malgré une dynamique surprenante au 1er trimestre, l'évolution du PIB devrait fléchir au cours des mois suivants sans remettre en question la prévision de hausse de +1% sur l'ensemble de l'année.

L'économie japonaise se reprend nettement au T1 et croît plus fortement qu'escompté (+0.7%)

La stagnation du PIB japonais au T4 2022 avait permis à l'économie japonaise d'éviter une récession technique alors qu'elle débutait l'année avec des perspectives plutôt hésitantes et peu encourageantes. Les prévisions des économistes tablaient sur une reprise très modérée en début d'année qui a été largement dépassée par une relance conjoncturelle sensiblement plus forte que prévue. Le résultat du PIB japonais corrigé des variations saisonnières après une première révision a fait état d'une croissance trimestrielle de +0.7% pour une hausse annualisée du PIB de +2.7%, un rythme de croissance très supérieur à la progression attendue de +1% sur l'ensemble de l'année. Le renforcement des investissements effectués par les entreprises a suggéré que le sentiment des entreprises est resté résilient malgré les inquiétudes concernant un ralentissement de l'économie mondiale. A contrario, le gonflement des stocks a soutenu la croissance mais suggère peut-être que la demande ne suit pas la production, ce qui constitue potentiellement une source de préoccupation pour l'avenir. Les dépenses de consommation se sont avérées malheureusement un peu

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Ralentissement de la croissance au T2

La croissance devrait se poursuivre à un rythme réduit au T2, notamment en raison de la faiblesse attendue de la consommation et des salaires. L'augmentation des inventaires suggère que les entreprises reconstituent leurs stocks à mesure que l'approvisionnement en pièces détachées et en

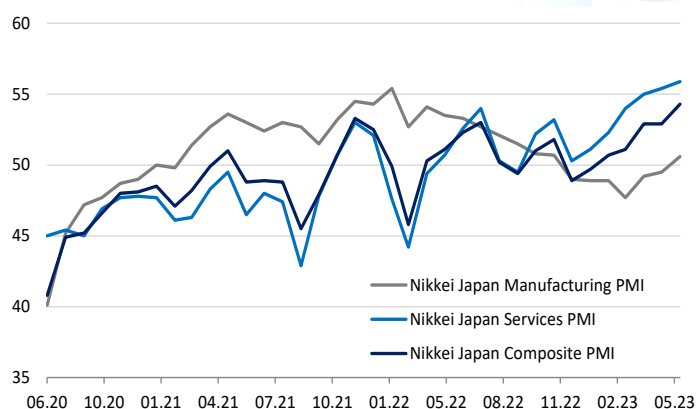
particulier dans le secteur automobiles et notamment les puces électroniques. La consommation des ménages pourrait cependant contribuer à une résilience de la croissance économique au T2, notamment en raison de la poursuite attendue du déclin de l'inflation. Les dépenses de consommation des voyageurs 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 se poursuivre 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, dans un contexte de demande extérieure en déclin, notamment en Europe. La reprise chinoise semble encore modeste par rapport aux attentes formulées en début d'année, mais les autorités chinoises sont en passe de mettre en œuvre de nouvelles stimulations visant à renforcer la dynamique en cours. La demande mondiale devant encore s'avérer faible au T2, les perspectives économiques à court terme pour le Japon s'avèrent donc aussi plus incertaines, mais en hausse probable de +1% sur l'ensemble de l'année.

Indicateurs avancés un peu plus encourageants

Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan PMI manufacturier publiés pour le mois de mai ont encore avancé depuis la fin mars à 50.8 et pointent maintenant vers une amélioration probable de la situation dans l'industrie. L'indicateur composite a aussi progressé pour s'établir à 54.3, désormais très nettement au-dessus du seuil de croissance, grâce notamment à la bonne progression de l'indice des services qui suggère une poursuite et un renforcement de la vigueur actuelle. Les indices PMI confirment la poursuite de la tendance observée sur l'indicateur avancé japonais, en reprise depuis le début de l'année et qui atteint maintenant 97.6, alors que l'indicateur coïncident du cycle économique rebondit nettement de 96.1 à 99.4.

La production industrielle a légèrement glissé récemment de -0.4% après deux mois de progression, soulignant le risque de fléchissement de son influence positive sur la croissance du PIB au T2. Le taux d'utilisation des capacités de production a également avancé et atteint 93.8 accompagnant ainsi logiquement le précédent rebond de la production industrielle. Du côté des commandes de machines, la tendance reste morose et ne semble pas vouloir s'interrompre selon les derniers chiffres publiés pour le mois de mai, elle affiche un retrait de -22% sur un an.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)



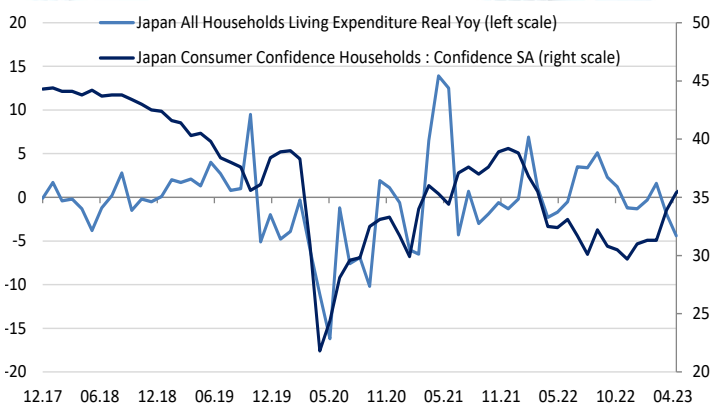
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les sociétés japonaises qui s'attendaient pourtant à une reprise des commandes de machines pouvant effacer le déclin précédent reporteront leurs attentes et leurs espoirs de relance sur une prochaine relance conjoncturelle attendue pour les prochains mois en Chine. Certains espoirs semblent donc encore permis, même si l'incertitude domine donc encore dans ce secteur extrêmement important pour les exportations japonaises.

Faible amélioration de la confiance des consommateurs

La confiance des consommateurs japonais s'améliore progressivement même si elle reste toujours très inférieure à celle observée il y a quelques trimestres, mais elle a pourtant enregistré déjà six mois de hausses consécutives qui l'ont amenée de 29.7 à 36.1. Ces développements soulignent une amélioration de plus en plus perceptible de la situation des ménages et de leur appréciation des risques. Malgré un ratio d'offres d'emploi par demandeur stable de 1.32 et un taux de chômage toujours très bas en stabilisation à 2.6%, le revenu disponible ne progresse plus que de +1% sur un an et le revenu réel se contracte de -3% après une prise en compte de l'inflation, ce qui correspond à l'une des plus fortes baisses 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 globalement en reprise ont toutefois glissé en mai de -1.2%, réduisant la hausse sur un an à +5%. La baisse récente de l'inflation à +3.2% en mai (Tokyo) sur un an devrait renforcer la tendance positive des ventes de détail et de la confiance.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

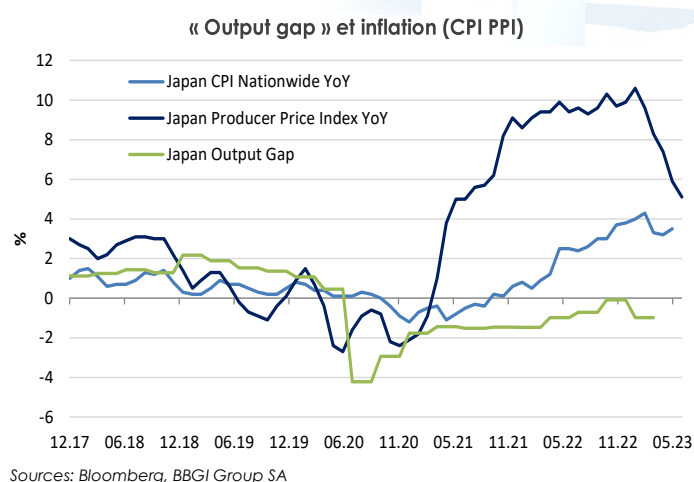
Le déficit commercial diminue de -66%

La balance commerciale japonaise ajustée enregistre en mai son septième 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 d'environ deux tiers à 777 milliards de yens surprenant la plupart des experts. C'est avant tout la diminution des importations qui explique cette contraction du déficit actuel. Les importations ont en effet chuté de -9.9% sur un an en contraste total avec l'évolution constatée en 2022 d'une hausse de +50% alors due à la hausse des prix de l'énergie. La chute des cours du brut affecte favorablement les coûts d'importation de l'énergie qui peuvent donc glisser de près de -10% sur un an. Du côté des exportations, la croissance sur douze mois est encore en déclin en mai et ne se monte qu'à +0.6%.

La décélération très nette des exportations reflète pour l'instant l'impact du ralentissement de la demande externe, notamment en provenance d'Europe tout de même en hausse de +16.6% et des Etats-Unis (+9.4%). Mais la demande chinoise en chute de -3.4%, qui était attendue en reprise dès le deuxième trimestre, tarde ainsi à se matérialiser et contribue plus fortement à la faiblesse des exportations globales japonaises, qui ne peuvent donc pas contribuer pour l'instant à un renforcement de la croissance du PIB japonais.

L'inflation japonaise confirme sa tendance baissière

L'inflation japonaise avait longtemps été contenue avant que la forte dépréciation du yen de 115 à 150 yens/USD ne vienne renforcer une tendance haussière initiée par la hausse des prix des matières premières. Le renversement de tendance tant sur le plan du taux de change que pour l'évolution des prix des matières premières contribue désormais depuis quelques mois à l'amélioration de l'évolution de l'inflation. L'indice des prix à la consommation (CPI Tokyo) avait bondi de +0.8% à +3.9% en un an pour atteindre un sommet en janvier 2023 à +4.4%. Le déclin enclenché depuis lors s'est poursuivi par une nouvelle baisse en mai à +3.2%. Au niveau national, on attend le même type de mouvement qui abaisserait à +3.2% la hausse des prix à la fin mai. 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 une nouvelle contraction des prix en mai (-0.7%). Les prix à la production avaient atteint un pic de hausse à +10.5% en décembre 2022, mais grâce à la récente dynamique positive, la progression sur un an a pu glisser en mai à +5.1%. 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 et abaisser encore un peu plus l'inflation proche de l'objectif de la BoJ. Le facteur énergie et matières premières restera certainement un facteur déterminant dans l'évolution de l'inflation en apportant une contribution positive. La stabilisation des prix du pétrole et du gaz diminuera en effet l'impact de ces cours sur les prix importés et les prix à la production. Un nouvel affaiblissement du yen d'environ -5% durant le trimestre en cours en lien avec des perspectives de croissance incertaines ne contribuera pas à l'amélioration de cette tendance pour les prix importés. Globalement, nous estimons que les divers facteurs domestiques et externes devraient favoriser une poursuite du déclin des diverses mesures d'inflation au Japon vers l'objectif de la banque centrale japonaise. Cette dernière pourra s'appuyer sur ces développements pour maintenir une politique de soutien à la croissance économique passant par le contrôle de la courbe de taux.

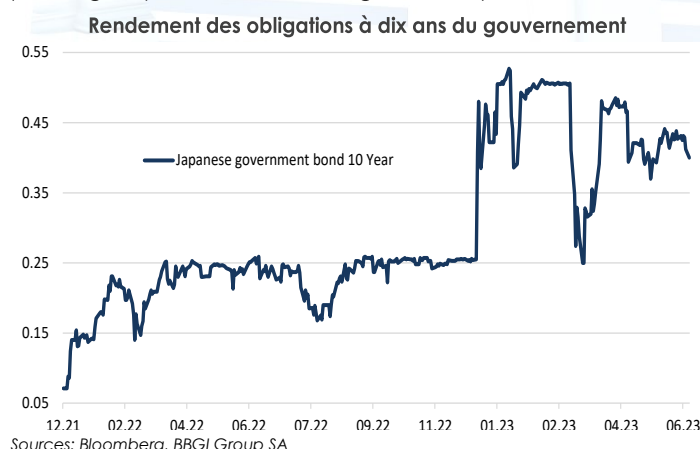


La politique monétaire de la BoJ restera très expansive

L'évolution récente des indices de prix au Japon offre désormais l'opportunité à l'institution de ne pas avoir à remettre en question sa politique monétaire accommodante. La décélération de la hausse des prix pourrait rapidement montrer une croissance inférieure à +3% qui ne serait alors plus si éloignée de son objectif de +2%. La BoJ avait eu du mal à sortir de la phase déflationniste précédente et ne sera certainement pas prête à risquer un retour de cette situation en durcissant trop tôt sa politique. Un durcissement prématuré aurait des conséquences dommageables plus difficiles à contrer qu'une accélération des prix ultérieure. La BoJ indique clairement que le risque est de vouloir contrôler trop agressivement une évolution de l'inflation, elle va donc maintenir sa politique de contrôle de la courbe de taux en maintenant une bande de fluctuation fixée à 0% plus ou moins 0.5% pour les taux à dix ans du gouvernement. Le gouverneur Kazuo Ueda ne devrait donc pas modifier sa politique en juillet, quelle que soit l'évolution mensuelle de l'inflation, dont il craint aussi qu'elle ne finisse par glisser même en dessous de +2% si la politique monétaire cessait d'être expansionniste. La politique monétaire japonaise est donc encore logiquement la plus souple des politiques menées par les principales banques centrales et devrait selon nous le rester encore relativement longtemps. Nous estimons que cette politique est raisonnable dans le contexte de faiblesse de la demande globale au Japon qui pourrait effectivement faire chuter l'inflation à +1.7% à la fin de l'année 2023. Nous estimons que la politique monétaire japonaise ne subira donc pas de changement radical dans ce contexte, en particulier si l'inflation se réduit, pénalisant de ce fait encore un temps certainement le taux de change.

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

La banque du Japon détient désormais plus de la moitié des obligations gouvernementales japonaises et vient encore de confirmer le maintien de cette politique en raison d'une dynamique économique particulièrement anémique. Une période extrêmement longue de croissance réduite, d'inflation très basse et de stagnation des salaires avait conduit les autorités monétaires à adopter une politique de taux zéro et de contrôle de la courbe des taux qui touche désormais ses limites. La courbe des taux est ascendante mais reste contenue entre 0% et 0.5% jusqu'à dix ans. La BoJ a fait progresser son bilan en pourcentage du PIB à un niveau extrême correspondant à 125%, soit déjà deux fois plus que la BCE (60%) et que la Fed (35%). La politique actuelle devra nécessairement être ajustée en temps voulu par une hausse des taux d'intérêt qui constituera un environnement toujours plus négatif pour le marché obligataire en yens.



La détention de positions obligataires en yens n'est dans ce contexte toujours pas attrayante en comparaison des rendements offerts dans d'autres devises. Les obligations japonaises n'offrent donc aucune perspective intéressante face à un risque même éloigné de hausse de taux et de rendements non compétitifs dans le contexte actuel d'alternatives internationales plus attrayantes.

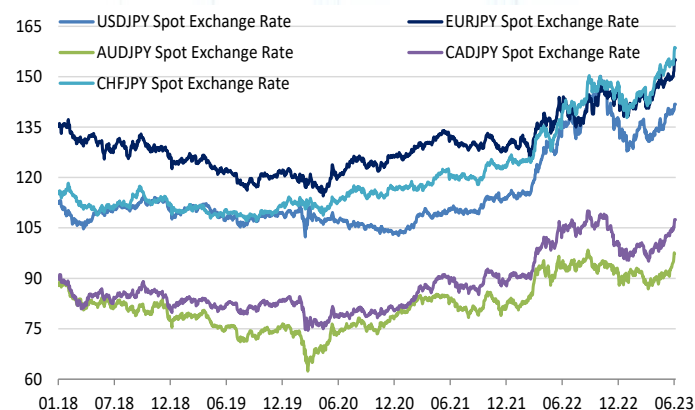
Différentiels de taux toujours défavorables au yen

La politique monétaire de la BoJ devrait rester relativement stable au cours des prochains mois dans le contexte décrit plus haut. Les taux directeurs estimés aussi bien pour septembre (0.14%) et décembre (0.15%) étant toujours inchangés démontrant l'absence d'anticipation de changement de politique au deuxième semestre. A court terme, le yen semble de plus en plus affecté par le différentiel de taux toujours défavorable à la devise nipponne contre toutes les principales monnaies. Le yen n'a profité que très temporairement en mars notamment de l'incertitude liée à la faillite SVB et a depuis subi de nouvelles dépréciations. Nous évoquons il y a quelques mois déjà que cette appréciation du yen nous semblait déjà importante et prenais aussi déjà assez significativement en considération la stabilisation voir le déclin des rendements en dollars. Les écarts de rendements sur diverses échéances, bien qu'en baisse par rapport au précédents écarts, nous semblent suffisamment élevés pour soutenir l'intérêt des investisseurs nippon à détenir des dollars. 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 toujours une faiblesse du yen contre le dollar US.

Nikkei au plus haut des 33 dernières années

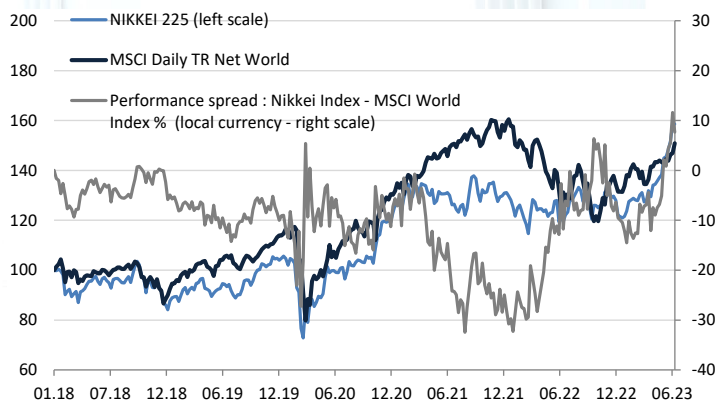
L'économie japonaise a retrouvé un peu de momentum, alors que l'inflation glissait et justifiait un statu quo en matière de politique monétaire au cours du 1er semestre surprenant les analystes et relançant les anticipations plus positives pour les actions japonaises à moyen terme. Après plusieurs années de croissance réduite, les anticipations pour les résultats des sociétés japonaises s'en trouvent améliorées. Le marché japonais a ainsi surperformé ses compétiteurs locaux depuis le début de l'année et enregistre de nouveaux sommets depuis 33 ans. Les profits des entreprises s'avèrent solides et relancent aussi l'intérêt des investisseurs étrangers attirés par la perspective de croissance des bénéfices et de réformes favorables aux actionnaires après une longue période plus incertaine de développement des affaires. La réouverture post-Covid au Japon et en Chine, ainsi qu'une certaine normalisation en cours dans les chaîne de production/approvisionnement ont renforcé la croissance des profits des sociétés cotées en début d'année. L'absence de pression sur les taux japonais s'est avérée être certainement un facteur essentiel de la résilience exceptionnelle des titres japonais. La faiblesse de la demande externe peut encore représenter une source d'incertitude pour les résultats des sociétés, qui profiteront tout de même du retour probable des investisseurs internationaux plus enclins désormais à reconsidérer la pondération des valeurs japonaises dans leurs allocations diversifiées. Cependant, à court terme, l'accélération de la performance des dernières semaines devrait être suivi de quelques prises de profits compréhensibles et peser quelque peu sur l'évolution immédiate des indices japonais. Après la hausse récente du Nikkei, une stabilisation nous semble désormais probable dans ce contexte. Nous recommandons une exposition en titres japonais sous pondérée.

Evolution du yen contre les principales devises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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 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