

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PROFITS ATTRAYANTS POUR LES VALEURS DU NIKKEI

Croissance surprenante du PIB soutenue par les exportations. Inflation toujours en déclin. Réduction du déficit commercial. Politique monétaire expansive. La baisse du yen s'essouffle. Profits attrayants pour les sociétés du Nikkei.

Points clés



- L'économie japonaise surprend par une croissance de +1.2% au T2 et des perspectives à nouveau positives
- Evolution positive pour le 2ème semestre
- Indicateurs avancés encore très incertains
- Chute du revenu réel des ménages
- Le déficit des comptes extérieurs se résorbe
- L'inflation poursuit sa tendance baissière
- Fin des taux directeurs négatifs pour la BoJ ?
- Les rendements en yens n'offrent toujours pas d'intérêt
- Différentiels de taux toujours défavorables au yen
- Croissance satisfaisante des profits des sociétés cotées

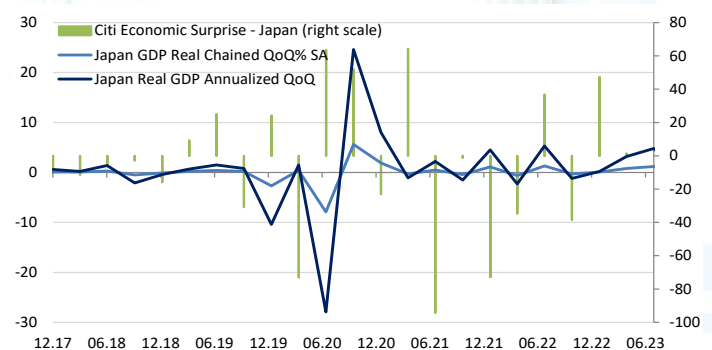
L'économie japonaise surprend par une croissance de +1.2% au T2 et des perspectives à nouveau positives

Après un net rebond de l'activité économique au Japon au 1er trimestre (+0.7%), qui faisait suite à une stagnation du PIB japonais au T4 2022, le 2ème trimestre confirme la reprise de la croissance au Japon et écarte le spectre d'une récession souvent évoquée en début d'année par la majorité des économistes. Ceux-ci attendaient au mieux une relance très modérée en début d'année et semblent clairement avoir été trop pessimistes à la lumière des résultats du 1er semestre bien supérieurs aux attentes. Le résultat du PIB japonais corrigé des variations saisonnières pour le T2, après une première révision, a fait état d'une croissance trimestrielle de +1.2% pour une hausse annualisée du PIB de +4.8%. Ce rythme de croissance s'avère d'ores et déjà très supérieur à la progression attendue par le consensus de +1% sur l'ensemble de l'année. C'est le secteur exportateur (+1.8%) qui a très largement contribué à tirer la croissance du PIB pendant la période, alors que la consommation privée (-0.6%) enregistrait un net recul. Les dépenses des entreprises ont aussi eu une contribution négative (-1%), comme la composante « inventaires » dont l'impact a été de -0.2%.

La révision du PIB suggère une croissance un peu plus faible qu'initialement estimée, notamment en raison d'un comportement des ménages encore prudent et d'une consommation plus faible. L'évolution des salaires s'est avérée insuffisante pour soutenir la demande intérieure, la croissance des revenus réels ayant été notamment réduite de -2.5%. On constate également que l'essentiel de la croissance du PIB est imputable à une nette reprise des exportations indiquant une dépendance relativement élevée à l'évolution de la demande internationale.

La troisième économie mondiale surprend donc encore par sa résistance au T2, alors que le contexte international semble clairement pointer vers un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis, en Europe et en Chine. La dynamique surprenante du 1er trimestre s'est ainsi poursuivie au T2. Notre prévision de hausse de +1% sur l'ensemble de l'année est ainsi confortée par un premier semestre soutenu qui pourrait pourtant faiblir en seconde partie d'année si la demande mondiale devait s'avérer plus faible.

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Evolution positive pour le 2ème semestre

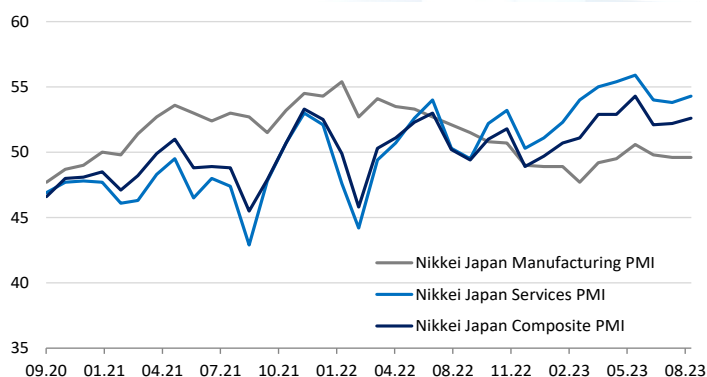
L'économie japonaise a maintenant dépassé à nouveau son niveau d'avant la pandémie, mais la consommation privée reste tout de même inférieure à ce qu'elle était à ce moment là, elle est même plus faible en termes réels que son niveau de 2014, soulignant la fragilité d'une relance soutenue

exclusivement par les exportations. La faiblesse de la demande intérieure reste clairement une source de préoccupation. Elle devrait pouvoir se renforcer pour pérenniser la tendance positive de l'économie actuellement visible au Japon. Mais dans le contexte actuel, la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, consécutive au déclin régulier du revenu disponible et une inflation toujours présente, ne devrait se stabiliser que très progressivement. Il en va de même de la situation des entreprises japonaises encore hésitantes à procéder à de nouveaux investissements. 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 relance économique de la Chine semble être le facteur principal sur lequel pourrait s'appuyer une évolution positive de ses exportations, dans un contexte d'affaiblissement probable de la demande extérieure en Europe. La reprise chinoise semble pourtant 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 l'activité. La demande mondiale reste faible, mais les risques de récession ont nettement diminué en Europe, tandis qu'aux Etats-Unis un « soft-landing » reste le scénario le plus probable. Les perspectives économiques à court terme pour le Japon s'avèrent donc incertaines, mais le PIB japonais devrait enregistrer une nouvelle progression au deuxième semestre et une hausse supérieure à +1% sur l'ensemble de l'année 2023.

Indicateurs avancés encore très incertains

Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan PMI manufacturier publiés pour le mois d'août restent stables après un léger fléchissement en juillet. L'indice manufacturier est repassé juste en dessous de 50 et se situe à 49,6 suggérant un tassement de l'activité industrielle. L'indicateur composite (52,6) a aussi fléchi mais reste en zone de croissance, soutenu par une stabilisation à 54,3 de l'indice des services. L'activité dans le secteur des services semble nettement mieux orientée et laisse entrevoir une poursuite de la dynamique positive actuelle. Globalement, les indices PMI confirment la reprise économique en cours en pointant sur une faiblesse potentielle du secteur industriel. L'indicateur avancé du cycle économique reste pourtant lui aussi très incertain, mais se stabilise à 107,6, alors que l'indicateur coïncident reste proche de son plus haut niveau depuis 2019 à 114,5. La production industrielle est en baisse de -2% sur le dernier mois, affectée par un déclin dans l'électronique et les machines, tandis que le secteur automobile se comportait plus favorablement.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)



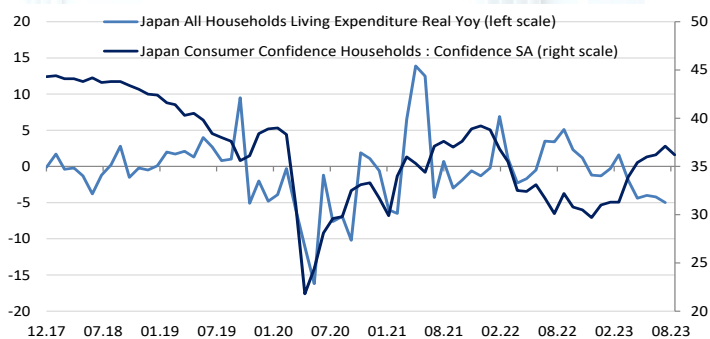
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'économie japonaise ressent les effets du ralentissement mondial non seulement sur sa production industrielle en déclin mais aussi sur l'évolution de son commerce extérieur. La baisse des exportations en juillet sur un an constitue aussi un signe de faiblesse évidente qui n'a pas été observé au cours des deux dernières années depuis février 2021. Le déclin des exportations de puces est notable, alors que les exportations vers la Chine se sont contractées de -13,4% en un an.

Chute du revenu réel des ménages

La confiance des consommateurs japonais s'est améliorée au cours du 1er semestre mais elle stagne depuis au même niveau. Après six mois de hausses consécutives qui l'ont amenée de 29,7 à 37,16, la tendance s'essouffle pour cet indicateur de confiance. Malgré un ratio d'offres d'emploi par demandeur stable de 1,29, le taux de chômage a augmenté de 2,5% à 2,7%, probablement toujours assez bas pour ne pas constituer un facteur d'inquiétude pour les ménages. Cependant, le revenu réel des ménages a subi une chute de -2,5% sur un an à la fin juin, ce qui explique la prudence relative toujours présente en matière de consommation. Globalement, les résultats des entreprises japonaises ont progressé assez nettement de +11,6% sur un an à la fin juin ce qui laisse supposer malgré tout qu'une transmission progressive est possible sur le niveau des salaires dans le contexte d'un marché de l'emploi encore relativement tendu. 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

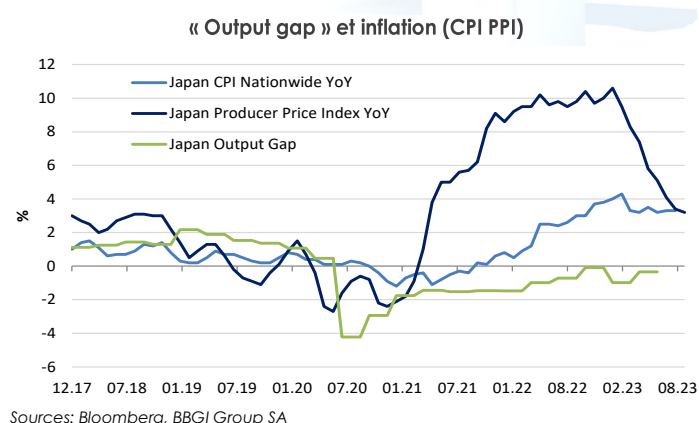
Le déficit des comptes extérieurs se résorbe

La balance commerciale japonaise ajustée s'était fortement améliorée jusqu'en juillet en enregistrant une très nette reprise depuis son déficit massif de 2'299 milliards de yens en octobre 2022. Le déficit commercial s'est réduit de 75% à 557 milliards de yens en août surprenant la plupart des experts. C'est avant tout la très forte diminution des importations qui explique cette contraction du déficit actuel. Les importations ont en effet chuté de -13,5% 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. Du côté des exportations, l'évolution sur douze mois est maintenant légèrement négative en août (-0,3%). Les exportations continuent de montrer une image très contrastée entre diverses régions. Les exportations vers les Etats-Unis ont encore progressé de +13,5% sur un an et celles

vers l'Europe ont pratiquement avancé d'autant (+12.5%). La chute des exportations globales est ainsi essentiellement due à la faiblesse de l'économie chinoise qui a réduit ses importations japonaises de -13.5% sur la même période. La décélération très nette des exportations reflète donc essentiellement le fléchissement d'activité en Chine et une demande en retrait depuis plus de huit mois consécutifs. Le secteur automobile s'est repris et profite d'une demande américaine solide en hausse de +34% ainsi que d'importations européennes également en sensible progression.

L'inflation poursuit sa tendance baissière

L'inflation japonaise avait longtemps été une source de préoccupation de la banque centrale qui craignait notamment en 2020 et 2021 les risques déflationnistes posés par un indice CPI national toujours négatif. La chute du yen orchestrée dès la mi 2021 qui s'est déprécié de 115 à 150 yens/USD en un peu plus d'un an a contribué à la hausse de l'inflation au Japon, déjà enclenchée par la tendance haussière des prix des matières premières. 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 a été en partie soutenu par la baisse des cours du brut en 2023. Désormais, l'indice des prix à Tokyo n'est plus que de +2.9%. Hors alimentation, l'indice est même un peu inférieur (+2.8%) ce qui devrait renforcer la conviction de la BoJ que l'inflation rentre dans le rang et que la politique monétaire accommodante peut être maintenue. Les indices de Tokyo constitue un indicateur avancé pour les prix à l'échelon national, on peut dès lors considérer que la BoJ espère une poursuite de la tendance actuelle qui s'élargira à l'ensemble du pays. Au niveau national, l'indice CPI a d'ailleurs effectivement décliné de manière similaire de +4.3% à +3.3% en août. Parallèlement à cette évolution des indices CPI, les prix à la production (PPI) ont enregistré une tendance déjà sensiblement meilleure depuis le mois d'octobre 2022 avec une décélération nette des données mensuelles. 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 août à seulement +3.3%. 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. 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.

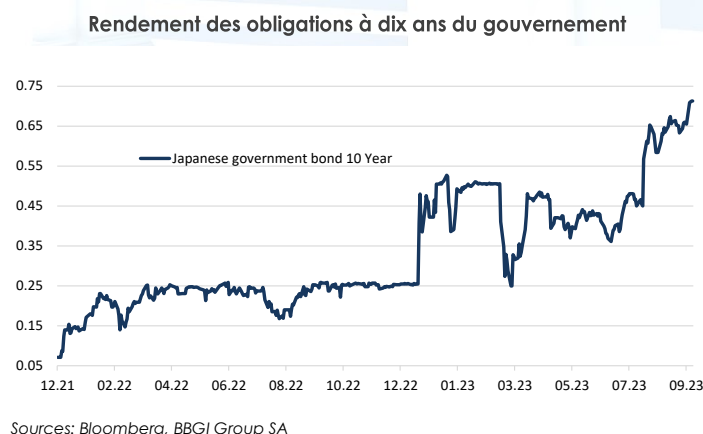


Fin des taux directeurs négatifs pour la BoJ ?

L'évolution récente des indices de prix au Japon offre désormais l'opportunité à la BoJ 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 ajustant la bande de fluctuation avec un nouveau maximum de 1% pour les taux à dix ans du gouvernement. Le gouverneur de la BoJ ne devrait donc pas modifier sa politique à court terme, 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 intérieure 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. Dès lors les anticipations d'une fin prochaine des taux négatifs (-0.1%) nous semblent excessives, un changement de politique monétaire plus restrictive étant encore prématuré dans le contexte présent d'une inflation s'approchant de l'objectif de la BoJ.

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

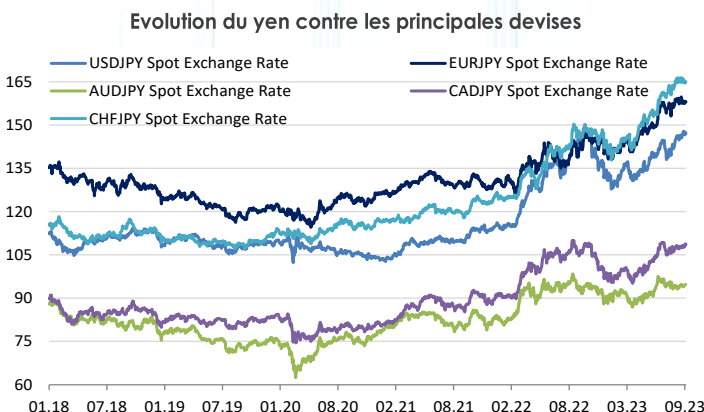
La banque du Japon détient désormais plus de la moitié des obligations gouvernementales japonaises et vient encore de confirmer le maintien de cette politique en raison d'une dynamique économique particulièrement anémique. Une période extrêmement longue de croissance réduite, d'inflation très basse et 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 1% jusqu'à dix ans.



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

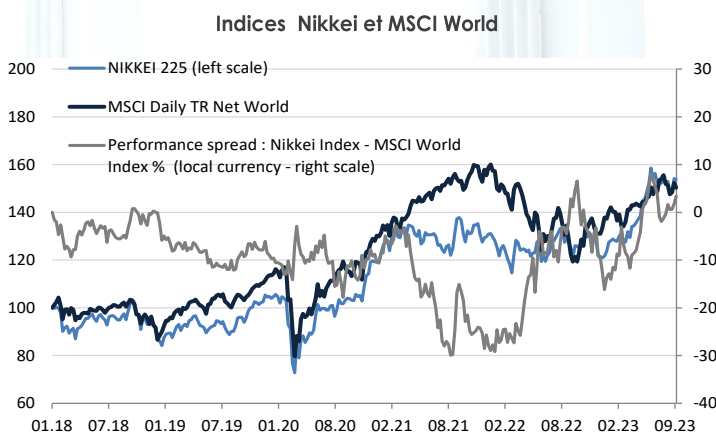
La politique monétaire de la BoJ devrait rester relativement stable au cours des prochains mois dans le contexte décrit plus haut. Les taux directeurs estimés aussi bien pour décembre (-0.02%) et janvier 2024 (-0.02%) étant toujours légèrement négatifs démontrant l'absence d'anticipation de changement de politique pour la fin d'année. 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 mais en particulier contre le dollar. Nous évoquons, il y a quelques mois déjà, que toute appréciation du yen serait certainement temporaire dans une tendance à moyen terme de dépréciation durable. Les écarts de rendements sur diverses échéances 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 jusqu'à 150 yens pour 1 dollar.



Croissance satisfaisante des profits des sociétés cotées

L'économie japonaise a surpris les économistes par une dynamique plus importante au 1er semestre et semble toujours en passe de maintenir une croissance aux T3 et T4. Les profits des entreprises japonaises ont progressé de +11.6% au T2, une tendance qui devrait se poursuivre au second semestre si la demande externe se maintient et si les exportations vers la Chine peuvent reprendre. Après plusieurs années de croissance réduite, les anticipations pour les résultats des sociétés japonaises sont désormais de +8% pour 2024. Le marché japonais a ainsi surperformé les autres marchés développés en réalisant une progression de +25% en monnaie locale depuis le début de l'année et enregistre depuis quelques semaines de nouveaux sommets depuis 33 ans. Les profits des entreprises semblent 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.

L'absence de pression sur les taux japonais reste un facteur notable de la résilience exceptionnelle des titres japonais. Les valeurs japonaises profiteront du retour probable des investisseurs internationaux plus enclins désormais à reconsidérer la pondération des valeurs japonaises dans leurs allocations diversifiées après un déclin du yen. Suite à la stabilisation attendue des cours du Nikkei autour de 33'000 points, les conditions d'une nouvelle phase de progression nous semble désormais réunies. Nous recommandons désormais un réinvestissement et un repositionnement sur les valeurs principales de la bourse japonaise.



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