

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



LA CHUTE DU YEN POUSSERA LA BOJ A L'ACTION

Le Japon est en récession. Amélioration possible du PIB au 3ème trimestre. Rebond des exportations. Relance temporaire de l'inflation. Confiance des ménages en berne. Yen au plus bas depuis 1986. Perspectives encore positives pour le Nikkei.

Points clés



- Nouvelle contraction de l'économie japonaise
- Amélioration possible au 3ème trimestre
- Nouvelles hésitations des indicateurs avancés
- Consommation des ménages en demi-teinte
- La chute du yen relance l'inflation importée
- La BoJ s'apprête à monter ses taux pour défendre le yen
- Le marché obligataire n'offre toujours pas d'intérêt
- Plus bas niveau depuis 38 ans pour le yen contre USD
- Le Nikkei dépassera à nouveau le seuil de 40'000

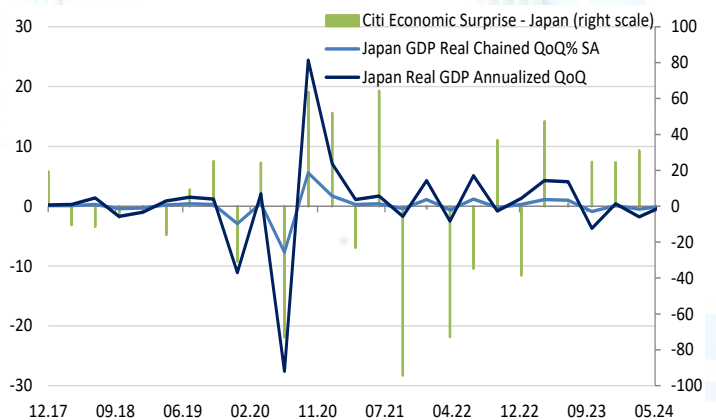
Le Japon semble toujours en grande difficulté depuis l'été 2023 et ne parvient pas à sortir de cette phase de ralentissement, désormais de plus en plus clairement marquée, au point de plonger finalement l'économie du pays en récession.

La contre-performance du Japon des derniers trimestres a également un impact dommageable sur son positionnement au sein des économies mondiales. En raison de la chute du PIB japonais, le pays a été reléguée à la quatrième place, supplantée par l'économie allemande qui surpasse maintenant celle du Japon et pointe en 3ème position. La chute du taux de change yen/USD de -6% au 2ème trimestre porte sa dévaluation à environ -14% en 2024. Cette dépréciation du yen n'a pas eu d'effet majeur sur les exportations du pays, suggérant de fait que la demande mondiale est toujours particulièrement anémique et n'est donc logiquement pas stimulée par la baisse du yen.

Nouvelle contraction de l'économie japonaise

Notre prévision de croissance négative du PIB japonais se concrétise plus nettement désormais à la lumière des résultats du PIB du 1er trimestre 2024 et des récents développements concernant le 2ème trimestre. A l'analyse des chiffres préliminaires publiés pour le 1er trimestre 2024, l'économie du Japon est en décroissance de -0.5%. Nous attendions une poursuite de la tendance négative du précédent trimestre en raison notamment d'une demande internationale toujours faible et d'une consommation domestique peu dynamique. Le chiffre publié de -0.5% sur trois mois implique une contraction de -1.8% annualisée. Ce résultat est bien inférieur aux attentes du consensus qui prévoyaient une contraction limitée à -1.2%. La consommation privée a encore été très décevante (-0.7%) et a pesé sur la performance de l'économie japonaise en enregistrant un quatrième trimestre consécutif de baisse. Les entreprises ont aussi réduit leurs dépenses (-0.4%). La légère progression des stocks (+0.3%) a contribué positivement au PIB, tandis que les exportations nettes (-0.4%) ont plutôt freiné la croissance. La faiblesse de la consommation reste l'un des problèmes criants du Japon et une source réelle d'inquiétude. La dynamique conjoncturelle tient désormais en grande partie sur les dépenses publiques.

Performance de l'économie japonaise (PIB) en yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Amélioration possible au 3ème trimestre

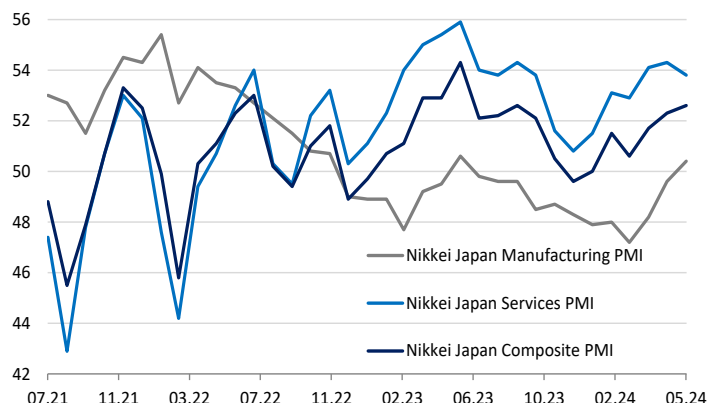
Le PIB japonais reste plus que jamais trop dépendant de la demande internationale, tandis que la consommation intérieure peine toujours à se relancer. L'économie est fragilisée par une consommation des ménages atone et des exportations totalement liées à l'évolution de la conjoncture internationale. La consommation des ménages reste affectée négativement par une inflation résiliente et qui n'a que peu de chances de diminuer rapidement dans le contexte actuel.

La baisse du yen renforce les risques d'inflation importée posant un problème à la banque centrale qui ne peut effectivement pas lutter efficacement contre la progression de l'inflation en durcissant sa politique monétaire au risque de plonger encore plus l'économie dans la récession. La baisse du pouvoir d'achat des consommateurs, consécutive au déclin régulier du revenu disponible et une inflation toujours présente, ne peut donc se stabiliser que très progressivement. La consommation est ainsi en berne et ne peut être aisément stimulée. Les consommateurs ont utilisé une partie croissante de leur revenu pour maintenir leur niveau de consommation depuis la crise du Covid, comme le suggérait déjà l'effondrement du ratio d'épargne trimestriel de 20% pendant le Covid à -0.3% en fin d'année 2023. Désormais en 2024, en moyenne, les ménages japonais ne sont plus en mesure d'épargner. Cette situation extrême ne s'est produite qu'une seule fois auparavant pendant la période 2013-2014 soulignant de ce fait l'extrême gravité de la situation des ménages japonais. Il en va de même de la situation des entreprises, qui se montrent très hésitantes à procéder à de nouveaux investissements. Le Japon semble avoir besoin plus que jamais d'une reprise de la demande mondiale et notamment une relance économique de la Chine, pour contrer le fléchissement de la demande intérieure. Cette évolution de la dynamique chinoise peine à se concrétiser, malgré les mesures de soutien conjoncturel prises par le gouvernement chinois. La demande mondiale est en phase de ralentissement alors que certains pays européens luttent pour éviter une entrée en récession. Nous n'envisageons pas de forte reprise potentielle de la demande internationale et de la consommation domestique à court terme. La croissance du 2ème trimestre devrait donc rester faible, mais elle pourrait malgré tout s'avérer très légèrement positive.

Nouvelles hésitations des indicateurs avancés

Les indicateurs avancés Jibun Bank of Japan manufacturier étaient repassés en terrain positif en mai après une belle reprise au cours du printemps l'ayant porté de 47.2 à 50.4 à nouveau au-dessus du seuil de croissance. Le chiffre de juin montre un nouveau fléchissement des perspectives et un retour des incertitudes avec un indicateur tout juste sur le seuil de croissance à 50.1. L'indicateur des services montre une évolution beaucoup plus inquiétante, car après avoir longtemps été, en 2023 et jusqu'en mai, la principale source d'espoir de relance, il chute en juin brutalement de 53.8 à 49.8, passant en dessous du niveau de 50 pour retrouver son plus bas niveau depuis juillet 2022. Les perspectives annoncées par l'indicateur composite se sont donc nettement assombries avec la chute de 52.6 à tout juste 50 de cet indicateur avancé.

Indicateurs PMI (Manufacturier, services, composite)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'activité mesurée par le ministère de l'économie et du commerce dans le secteur tertiaire montrait pourtant une image un peu plus optimiste il y a quelques semaines, au moment où la production industrielle semblait aussi retrouver progressivement une situation moins négative malgré un déclin de -1.8% sur un an (avril).

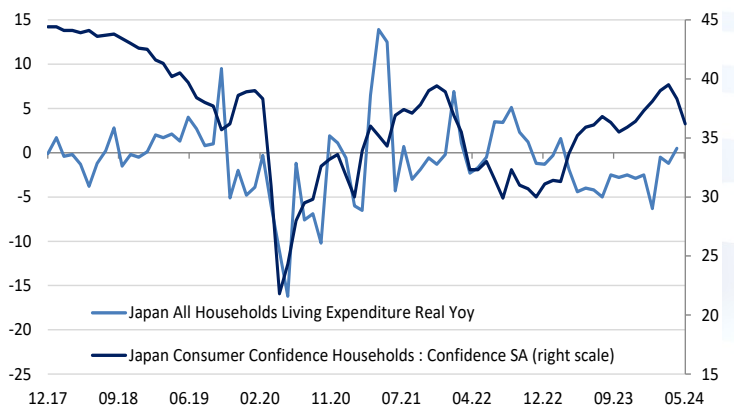
L'économie japonaise ressent les effets du ralentissement mondial, non seulement sur sa production industrielle en déclin, mais aussi sur les commandes de machines-outils toujours très affectées par le ralentissement international. En comparaison sur douze mois on observe toutefois une amélioration de la situation puisque les commandes sont désormais en hausse de +4.2% après le point bas de janvier cette année (-14%). Cette progression est essentiellement due à la forte reprise des commandes chinoises (+19%) en mai faisant suite à plusieurs période de très forte contraction.

La croissance des exportations japonaises a nettement progressé en mai pour atteindre +13.5%. Rappelons qu'il n'y a que six mois, les exportations stagnaient sur un an. Le résultat des exportations japonaises de +11.9% en un an pour le mois de janvier contraste significativement avec la précédente constatation. Celles-ci ont surpris les observateurs et ont permis, grâce à la baisse du yen, de croître de +23.9% vers les Etats-Unis, de +17.8% vers la Chine, tandis qu'elles se contractaient de -10.1% avec l'Europe.

Consommation des ménages en demi-teinte

La faiblesse des dépenses des ménages avait pesé sur l'évolution du PIB au 1er trimestre encore, mais elles semblent légèrement se reprendre en avril (+0.5%), ce qui met un terme, peut-être temporaire, à la séquence de quatorze mois de contractions. La croissance des salaires s'est un peu améliorée en termes nominaux, mais elle reste insuffisante pour compenser l'inflation et reste donc encore depuis deux ans négative en termes réels. La consommation des ménages pourrait tout de même se renforcer en raison d'un autre facteur pouvant influencer la confiance des consommateurs. En effet, les rabais fiscaux accordés par le gouvernement peuvent contribuer à améliorer le revenu disponible des ménages et à soutenir la consommation. Cela dit, l'indice de confiance qui aurait pu déjà témoigner de cette éventualité, s'est au contraire brutalement retourné depuis deux mois en réaction à l'évolution attendue de l'inflation et des prix. Il ne semble pas non plus être influencé positivement par le marché de l'emploi toujours solide. L'absence d'une réelle baisse de l'inflation pèse donc selon nous encore fortement sur le climat de consommation et la dépréciation du yen de ce début d'année de -14% ne facilitera pas le déclin attendu des prix.

Confiance des ménages



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La chute du yen relance l'inflation importée

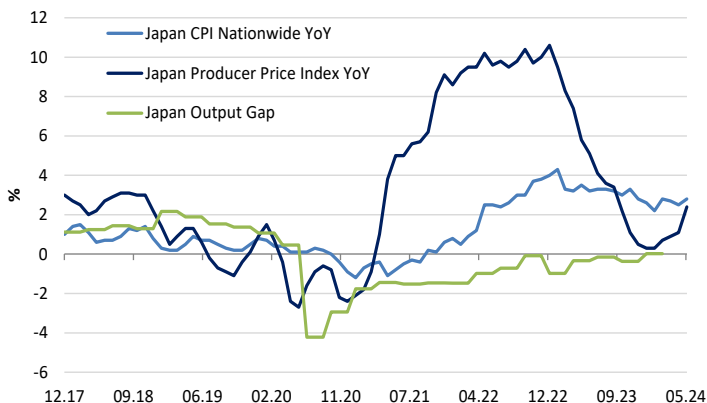
On est désormais bien loin de la chute des mesures d'inflation enregistrée en janvier 2024, qui était alors perçue comme une excellente surprise pour les consommateurs japonais. L'indice des prix national a rebondi de +2.2% à +2.8%, alors que la chute de l'indice CPI pour Tokyo sur un an de +2.4% à seulement +1.6% en janvier a fait place à un rebond significatif à +2.2% en mai.

Si les indices globaux ont enregistré de nouvelles tensions, on constate que l'indice hors alimentation et énergie a poursuivi son déclin et a même chuté de +2.9% en mars à +2.1% en mai. Le rebond de l'inflation est donc essentiellement dû aux facteurs plutôt externes comme les prix de l'énergie et de l'alimentation, qui expliquent largement ces écarts.

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 très largement au retour 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. Parallèlement à ces évolutions des indices CPI, les prix à la production (PPI) suivaient une tendance plus favorable jusqu'en janvier 2024, mais la chute du yen à 160 contre USD a relancé les prix à la production qui enregistrent aussi une hausse de +2.4% en mai.

Les perspectives d'inflation au Japon sont encore très influencées par l'évolution du taux de change. Compte tenu de la faiblesse persistante de la devise nipponne et du peu de marge de manœuvre dont dispose la BoJ, il nous semble raisonnable de ne pas envisager dans le contexte actuel de changement de tendance pour les prix au Japon. Les mesures d'inflation devraient donc rester en phase de hausse au cours des prochains mois.

« Output gap » et inflation (CPI PPI)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La BoJ s'apprête à monter ses taux pour défendre le yen

L'évolution récente des indices de prix au Japon relance les interrogations sur une prochaine hausse de taux directeurs de la BoJ. La décélération de la hausse des prix était temporairement inférieure à l'objectif de +2%, mais elle est désormais à nouveau au-dessus de ce niveau. Les autorités monétaire du Japon sont de plus en plus poussées à l'action par les marchés financiers qui ont fait pression sur le yen jusqu'à ce qu'il atteigne son plus bas niveau depuis 1986 contre le dollar. Dans la situation actuelle, la pression sur le yen devrait rester intense jusqu'à ce que la banque centrale du

Japon n'annonce un changement de politique en faveur d'un « Quantitative tightening ». Au cours des dernières semaines on estime à environ 62 milliards de dollars le niveau des interventions de la BoJ pour soutenir la devise, surpassant nettement en peu de temps les montants consacrés à sa défense en 2022.

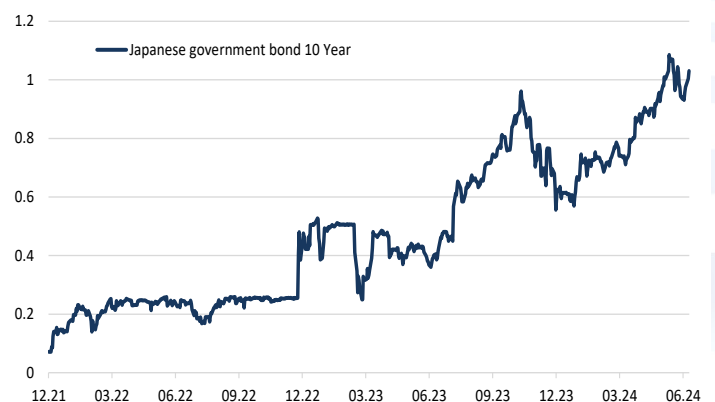
Dans l'état actuel de l'économie japonaise entrée en récession, une normalisation potentielle de la politique monétaire semble compliquée. Néanmoins, la chute du yen est une préoccupation importante et devrait probablement pousser la BoJ à procéder à une hausse des taux directeurs lors de sa prochaine réunion les 30-31 juillet. L'ajustement de la politique monétaire japonaise devrait cependant rester extrêmement graduel afin de ne pas risquer un nouveau dérapage économique qui pousserait plus profondément le pays dans la récession. Elle restera logiquement la politique la plus souple parmi celles 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 la faiblesse de la demande intérieure au Japon.

Il conviendra de voir prochainement comment une nouvelle étape dans le renversement du cycle monétaire en juillet se manifesterait pour estimer les chances de succès de la BoJ dans sa tentative de stopper la spirale négative qui pousse le yen toujours plus bas. La marge de manœuvre de la BoJ reste extrêmement ténue, nous n'envisageons donc pas d'action massive sur les taux et estimons que la politique monétaire japonaise ne subira pas de changement radical. Toutefois, la pentification de la courbe des taux, qui s'est mise en place au cours des derniers trimestres, semble insuffisante pour freiner la chute du yen. Un aplatissement de celle-ci semble donc indispensable et passera nécessairement par une hausse des taux directeurs de la BoJ.

Le marché obligataire n'offre toujours pas d'intérêt

Les rendements à dix ans des obligations gouvernementales japonaises n'ont pas vraiment réagi au cours des dernières semaines à l'évolution négative du PIB japonais et à l'entrée en récession de l'économie. Néanmoins, les rendements à dix ans ont sensiblement progressés depuis le début de l'année passant de tout juste 0.6%/an à 1.1% à la fin mai. La corrélation entre les taux longs en yen et le taux de change a encore été très élevée au cours des six derniers mois, confirmant un lien étroit déjà observé en 2023. Dès lors, on observait sans surprise que la chute de 140 à 160 yen pour 1 dollar était accompagnée d'une hausse des taux longs, de 0.6% à 1.1% pendant la même période.

Rendement des obligations à dix ans du gouvernement



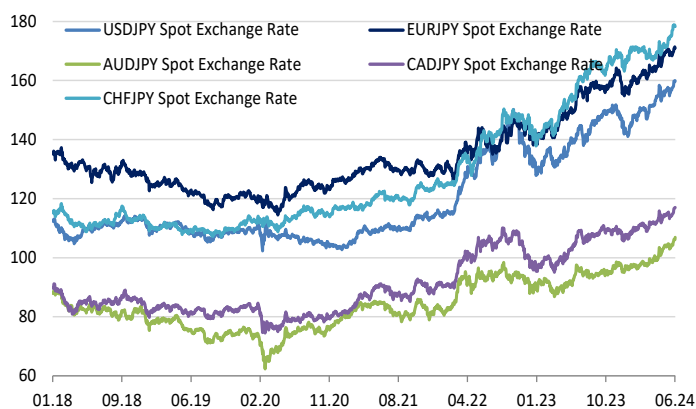
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La pente de la courbe des taux s'est accrue par une progression des taux longs, mais elle reste fixée à 0% à court terme. Les perspectives de gains en capital pour les placements obligataires en yen sont très aléatoires et limitées à un horizon temps extrêmement court dans le cas d'une relance à la baisse de l'inflation qui ne nous semble plus très probable. Au-delà du court terme, les probabilités de normalisation des taux sont élevées ce qui constituera un environnement toujours plus négatif pour le marché obligataire en yen. Dans ce contexte, la détention de positions obligataires en yen n'est toujours pas attrayante en comparaison des rendements offerts dans d'autres devises. Les obligations japonaises ne présentent donc aucune perspective intéressante face à un risque croissant de tension sur les taux dans l'environnement actuel offrant, des alternatives internationales plus attrayantes.

Plus bas niveau depuis 38 ans pour le yen contre USD

Le yen poursuit sa descente aux enfers et atteint son plus bas niveau depuis 1986. Dans une tendance baissière puissante, les phases de rebond du yen contre le dollar n'ont été que de très courte durée et rapidement suivies de nouvelles relances baissières. A court terme, le yen semble de plus en plus affecté par l'absence d'une action décisive sur les taux directeurs de la BoJ et par conséquent par le différentiel de taux toujours défavorable à la devise nipponne contre toutes les principales monnaies, mais en particulier contre le dollar.

Evolution du yen contre les principales devises



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

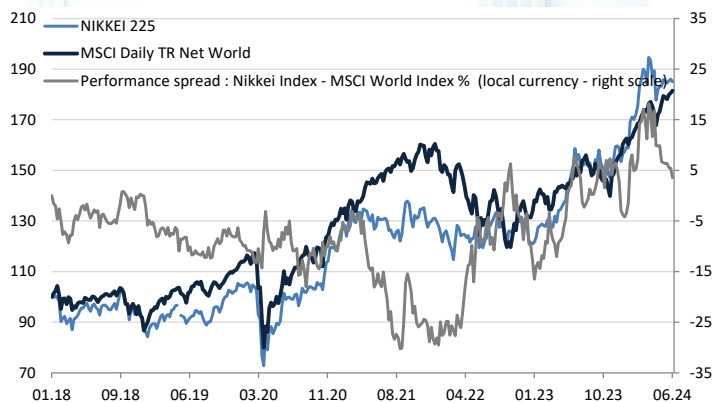
Depuis de nombreux mois, nous évoquons que toute appréciation du yen serait certainement de courte durée en raison d'écart de rendements sur diverses échéances suffisamment élevés pour soutenir l'intérêt des investisseurs nippons à détenir des dollars. Nous estimons que le différentiel

de rendement sera le principal facteur déterminant le niveau du taux de change, et en l'absence d'une politique plus restrictive, désormais un peu plus probable de la BoJ, nos perspectives favorisent toujours une faiblesse du yen contre le dollar US. Cela dit, le déclin de la devise japonaise est désormais une préoccupation de plus en plus importante de la BoJ et nous estimons que les probabilités s'accroissent maintenant d'assister à un changement d'attitude de sa part plus net en faveur de la défense du yen. Nous estimons que cela doit passer par une hausse des taux et par un changement de perception des spéculateurs. Avec un horizon temps de douze mois, nous considérons que les perspectives d'appréciation modeste du yen sont élevées.

Le Nikkei dépassera à nouveau le seuil de 40'000

Il y a quelques mois, nous indiquions qu'en dépassant désormais son top historique, le Nikkei pouvait encore certainement profiter de l'engouement actuel pour tester le niveau de 40'000 points avant de subir de probables prises de profits. Suite à la progression qui l'a temporairement poussé à 41'087 points, la volatilité observée en avril dans tous les marchés actions n'a pas épargné le marché japonais qui subissait lui aussi quelques prises de profits. La baisse d'environ -10% a été de courte durée, les profits des entreprises semblant solides relançant aussi l'intérêt des investisseurs étrangers attirés par la perspective de croissance des bénéfices et des réformes favorables aux actionnaires, après une longue période plus incertaine de développement des affaires. Cela dit, les titres japonais se traitent désormais à une valorisation de 22.6x les profits de 2024, ce qui semble à nouveau élevé en comparaison internationale. La dynamique actuelle reste cependant positive.

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