

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé – CIO



26 septembre 2018

L'économie japonaise se reprend, le PIB bondit de +3% au T2

Plus forte hausse du PIB depuis 2016. La faiblesse attendue du yen est le facteur décisif. Les indicateurs avancés restent hésitants. Inflation en hausse. Le Nikkei touche l'objectif de 24'000.

Points clés

- Le PIB japonais enregistre un rebond inattendu (+0.7%) et bienvenu après un T1(-0.2%) faible
- Plus forte hausse du PIB depuis 2016 en rythme annuel (+3%)
- La conjoncture devrait rester soutenue au second semestre
- Des négociations bilatérales pour éviter le pire
- Profits des entreprises en hausse
- Relance timide des dépenses des ménages, la consommation ne parvient pas à s'emballer
- L'incertitude retient les indicateurs avancés, les PMI stagnent
- Yen encore un peu plus faible en 2019
- L'inflation (1.3%) profite de la faiblesse du yen
- Le Nikkei s'envole vers de nouveaux sommets et dépasse notre objectif de 24'000

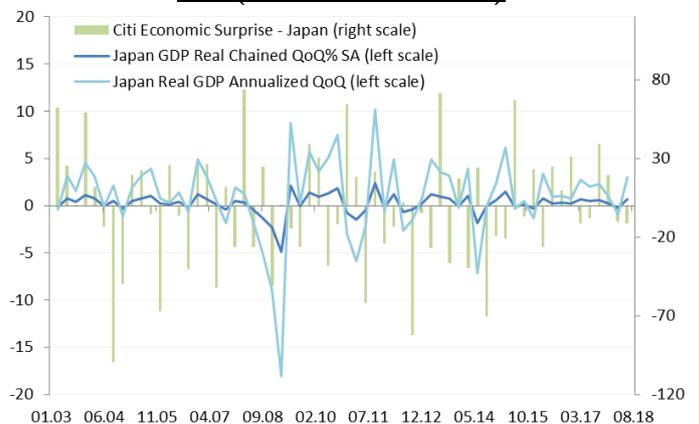
La faiblesse du yen s'est concrétisée au deuxième trimestre et s'est ensuite amplifiée pour s'approcher du niveau de 115 yens pour 1 dollar à la fin septembre, soit proche du haut de notre fourchette prévisionnelle de 110 à 115.

Les performances conjoncturelles de l'économie japonaise ont ainsi été instables au cours du 1^{er} semestre 2018. On peut donc légitimement se demander si cette dernière performance, qui s'est avérée nettement supérieure aux attentes, sera durable ou si elle ne sera qu'un feu de paille ? Une croissance de +0.7% au T2 et de +3% annualisée représente la plus forte croissance depuis le début 2016 ; il n'y aura donc certainement que peu de prévisionnistes pour « parier » sur une poursuite à ce rythme élevé de la croissance pour l'ensemble de l'année. D'autant que les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis s'intensifient et que l'archipel n'est pas immunisé contre une éventuelle diminution de l'activité en Chine et en Asie.

Le PIB japonais enregistre un rebond inattendu et bienvenu après un T1 faible

Nous avons prévu un tassement de la performance économique du Japon au 1^{er} trimestre qui s'était effectivement matérialisé avec l'annonce du recul de -0.2% du PIB réel pendant le trimestre, notamment en raison d'un contexte monétaire difficile et caractérisé par l'appréciation du yen de +10% contre le dollar. Les aspects monétaires restaient importants, à notre avis, pour l'évolution du PIB japonais au deuxième trimestre et pour le reste de l'année. Nous évoquons, en particulier, la nécessité d'un nouvel affaiblissement du yen vers la zone de 110-115 contre dollar, qui devait permettre à l'économie nipponne d'éviter une récession technique et de retrouver une croissance décente en seconde partie de l'année 2018.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Nous avons évoqué l'affaiblissement de la devise japonaise comme devant être le facteur essentiel à la

reprise économique et boursière du Japon. Mais le facteur monétaire n'est certes pas le seul élément expliquant l'évolution récente plus positive du PIB. Les dépenses d'investissement ont contribué favorablement en progressant de +3.1%, soit nettement plus qu'au premier trimestre. Cette nouvelle tendance constitue un développement réjouissant, qui témoigne également de l'évolution positive de la confiance des industriels, malgré des indicateurs avancés encore peu optimistes. Au cours du trimestre, la très belle progression de la consommation est, peut-être, le développement le plus intéressant de la dynamique constatée au T2. En effet, après avoir marqué le pas au T1 (-0.1%), la contribution de la consommation privée en hausse de +0.7% a été particulièrement remarquable. Ainsi, la consommation représentant 60% du PIB japonais, une amélioration durable de la tendance de ce segment aurait un impact significatif sur l'évolution du PIB en seconde partie d'année.

Nous estimons probable de voir cette tendance positive de la demande intérieure se maintenir en seconde partie d'année.

La hausse du yen avait nettement freiné les exportations japonaises au 1^{er} trimestre ; elles voyaient pendant cette période leur taux de croissance plonger de +9.4% sur un an, à la fin décembre à seulement +2.1% à la fin mars. La reprise est donc sensible puisque les exportations japonaises ont avancé de +6.7% en rythme annuel à la fin juin. Une nouvelle tendance positive qui s'est produite dans le contexte évoqué plus haut d'affaiblissement du yen et qui devrait, à notre avis, se poursuivre au second semestre.

La conjoncture devrait rester soutenue au second semestre

Les tensions commerciales restent certainement l'une des principales sources d'incertitude dans l'appréciation des perspectives macro-économiques, pour cette fin d'année et pour 2019. L'économie japonaise n'est évidemment pas immunisée contre d'éventuels effets secondaires, qui ne manqueront pas de toucher le Japon, si la crise devait se durcir. Par ailleurs, le président américain pourrait tout à fait vouloir s'attaquer aux excédents commerciaux du Japon, ce qui ajouterait de nouvelles incertitudes sur l'évolution du secteur exportateur nippon. Cela dit, à trois mois de la fin de l'année, il semblerait que les paramètres clés pour l'évolution des exportations et du commerce extérieur japonais restent favorables. La correction du yen a renforcé la compétitivité des produits et services japonais, comme le suggère la progression des exportations globales (+6.6% en août), tant vers l'Asie (50% des exportations) que vers les Etats-Unis.

Cependant, le commerce extérieur s'est dégradé, malgré la progression des ventes de semi-conducteurs, de véhicules et de bateaux, en raison de la plus forte hausse des importations (+15.4%), phénomène essentiellement dû à l'augmentation des prix de l'énergie. La balance commerciale affiche donc un déficit de 4 milliards de dollars pour le deuxième mois consécutif. Ces développements devraient permettre de diminuer les risques de futures pressions du président américain, d'autant que les importations japonaises en provenance des Etats-Unis ont augmenté de +21.5% sur un an.

Négociations bilatérales pour éviter le pire

L'économie japonaise peut donc, pour l'instant, à nouveau compter sur un yen légèrement plus faible contre dollar. Elle pourra peut-être aussi compter sur un processus de négociation finalement entamé avec l'administration américaine, qui semble avoir de bonnes chances d'aboutir à un compromis acceptable pour l'industrie japonaise. Le premier ministre Shinzo Abe a, en effet, accepté d'entrer en matière avec l'administration Trump pour entamer de nouvelles négociations bilatérales avec les Etats-Unis. Même si celle-ci ne semble pas être disposée à accepter de concessions importantes, cette nouvelle a tout de même immédiatement profité aux valeurs du secteur automobile visé par les Etats-Unis, qui leur reprochent de ne produire que 50% des véhicules vendus sur le sol américain.

Profits des entreprises en hausse

Les entreprises japonaises devraient profiter du contexte macro-économique favorable ainsi que de l'affaiblissement du yen. Le dernier sondage publié dans l'enquête « Tankan » de la Banque du Japon, suggérait plutôt un repli du baromètre de confiance des grandes entreprises manufacturières, mais les prévisions moyennes en matière de taux de change se situaient, pour la fin de l'année (107.4 yen), bien en dessous du niveau actuel (114 yen). Ce différentiel, s'il devait se maintenir comme nous le pensons, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises. Le gouvernement espère toujours que la croissance des profits des entreprises se transmettra au consommateur par une hausse progressive des salaires. Il peut donc à nouveau se réjouir de la hausse de +17.9% sur un an des profits annoncée à la fin juin, après un premier trimestre particulièrement anémique (+0.2%) et inquiétant.

La consommation bénéficiera, sans doute en seconde partie d'année, de ce facteur positif. Les dépenses des ménages sont attendues en hausse, grâce à l'évolution positive des salaires. La

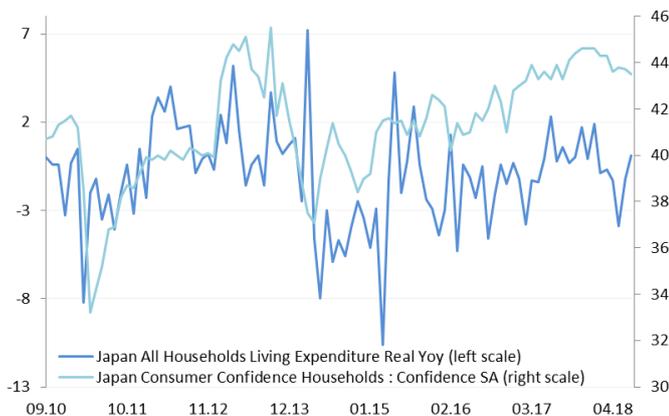
croissance du PIB devrait donc encore bénéficier d'une progression de la demande extérieure et d'une nouvelle dynamique de la consommation. L'affaiblissement du yen devrait soutenir la relance de l'économie japonaise en fin d'année.

Relance timide des dépenses des ménages

La progression des dépenses des ménages est évidemment faible (+0.1%) en juillet, mais elle a le mérite d'interrompre une séquence de cinq baisses consécutives de la consommation. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudent, malgré un niveau de chômage toujours très bas (2.4%), les ventes de détails avançant tout de même de +0.9% en août. La croissance des salaires progresse légèrement plus rapidement, comme le suggère d'ailleurs le chiffre du mois de juin, qui fait état d'une hausse sur un mois de +3.3%, la plus forte des dix dernières années. Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

Mais la situation du marché du travail ne cesse de s'améliorer et l'évolution positive des profits des entreprises permettra certainement une hausse des salaires plus nette et toujours indispensable à l'amélioration de la confiance des consommateurs.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'incertitude retient les indicateurs avancés

La faiblesse du yen, pourtant favorable aux grandes entreprises exportatrices japonaises, ne semble pas suffisante pour contrer les inquiétudes des directeurs d'achat, qui préfèrent toujours se montrer prudents, dans le contexte de risques encore croissants de guerre commerciale. L'économie japonaise est pourtant à nouveau en pleine croissance, mais l'hésitation domine cependant dans les sondages, certainement dans l'attente

de signaux que les tensions commerciales peuvent s'atténuer. Malgré la reprise de la production industrielle en juillet et en août, après un 2^{ème} trimestre négatif en rythme annuel, la croissance de +2.2% reste faible. Les indices PMI ne montrent ainsi toujours pas de signe de relance, après le déclin régulièrement observé au cours des six derniers mois et malgré l'amélioration de la performance économique japonaise. L'indice composite se maintient en effet à 52, toujours proche des niveaux bas de l'année 2017. Le PMI des services fait à peine mieux et progresse de 51 à 51.5. Pour le mois d'août, le PMI manufacturier est légèrement meilleur (52.5) qu'en juillet (52.3), mais il ne suggère pas pour autant d'embellie pour les prochains mois dans le secteur industriel.

Indices PMI



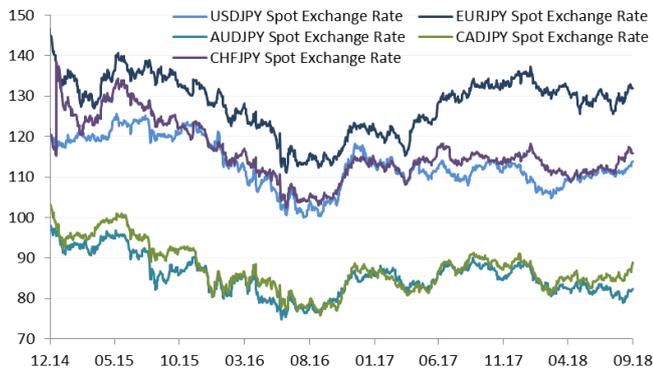
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Yen encore un peu plus faible en 2019

Nous annonçons, depuis plusieurs trimestres, que la faiblesse du yen était une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. Nous estimions qu'une dépréciation de dix pour cent contre le dollar, qui porterait le taux de change d'environ 105 en mars à 115 au second semestre, serait suffisante pour contribuer à la reprise souhaitée. Dans notre analyse du mois de mars, nous relevions que la vigueur du yen était en partie liée à son caractère de valeur refuge, dans un contexte incertain, et annonçons un probable retour du taux de change à 110-115, lorsque la volatilité des marchés financiers diminuerait. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition restent encore limités. Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore pénaliser la monnaie nippone. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine et des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen

en 2018 et 2019. Après avoir atteint notre objectif de 115, le yen devrait se stabiliser avant de s'affaiblir à nouveau en 2019.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'inflation profite de la faiblesse du yen

Reprise bienvenue des indices de prix au deuxième trimestre. L'essoufflement n'aura duré que le temps de la hausse du yen. L'inflation (CPI) repasse la barre de 1% et s'établit à 1.3% en août. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%) et les prix à la production ne montrent pas de dynamique suffisante pour espérer une tendance globale plus robuste. Cependant, le contexte actuel n'est clairement pas favorable au marché obligataire qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes pour l'investisseur étranger.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)

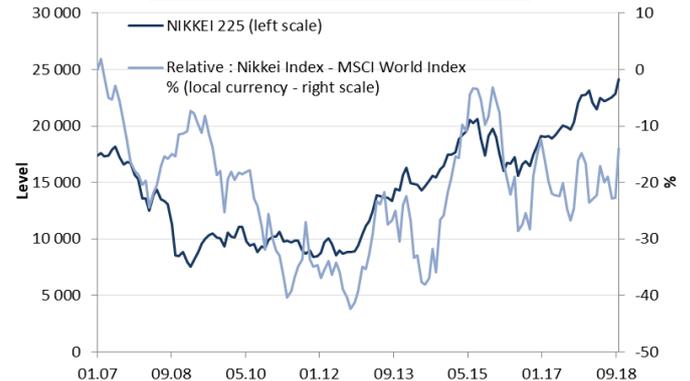


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le Nikkei s'envole vers de nouveaux sommets

Il y a quelques mois, à la suite de la correction des valeurs japonaises du 1^{er} trimestre, nous relevions qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones était possible, dans un contexte de renforcement du cycle économique mondial, si les risques de « guerre commerciale » ne s'intensifiaient pas et surtout si le yen s'affaiblissait à nouveau durablement.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La chute de 15% des cours et des valorisations des actions à 17x les bénéfices offrait déjà une opportunité de repositionnement intéressante. Aujourd'hui, les « blue chips » japonais évaluent les revenus et les profits en utilisant une estimation du taux de change d'environ 107 yen pour l'exercice en cours. Nous l'avons vu, le yen se traite maintenant à près de 115 contre le dollar américain. Nous prévoyons une stabilisation du taux de change pour la fin de l'année entre 110 et 120 yen, ce qui devrait finalement renforcer très sensiblement les résultats des entreprises en fin d'année. Le déclin actuel du yen n'est donc pas étranger à l'amélioration du sentiment des investisseurs et de leur intérêt pour les titres japonais.

Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait donc soutenir la hausse du Nikkei au-delà de notre objectif annoncé de 24'000 déjà atteint, à condition toutefois que le climat des investissements reste positif.

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
Rue Sigismund Thalberg 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch