



Coup de frein au Japon : le PIB chute de -0.6% au T3

Plus forte contraction du PIB depuis 2014. Relance conjoncturelle au T4. Stabilisation du yen. L'incertitude retient les indicateurs avancés. L'inflation touche +1.4%. Relance du Nikkei.

Points clés

Choc de croissance inattendu au T3, le PIB japonais chute de -0.6%, soit -2.5% sur un an

Reprise des exportations au T4

La balance commerciale devient déficitaire

Les importations bondissent de +19.9%

Hausse insuffisante des salaires pour une relance de la consommation

L'incertitude retient les indicateurs avancés

Yen encore un peu plus faible en 2019

L'inflation atteint +1.4%

Toujours pas de perspectives pour les obligations japonaises

Rebond du Nikkei et des valeurs japonaises

Choc de croissance inattendu au T3, le PIB japonais chute de -0.6%, soit -2.5% sur un an

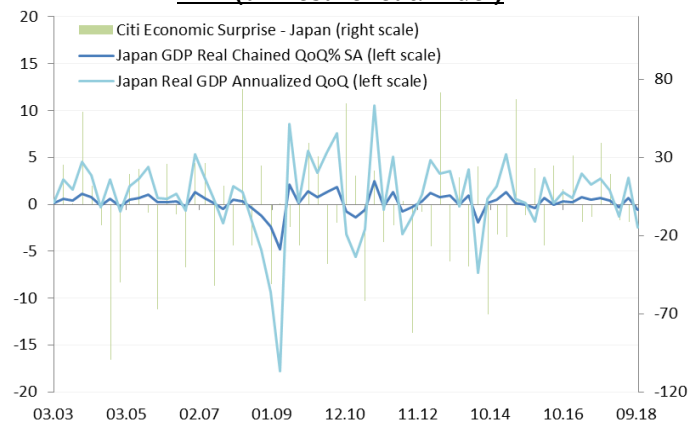
Face à la grande instabilité des performances économiques du Japon, nous nous interrogeons, il y a quelques mois déjà, sur la pérennité de la croissance exceptionnelle du PIB publiée pour le 2^{ème} trimestre de +0.7% et de +3% annualisée. Celle-ci constituait alors la plus forte croissance enregistrée depuis 2016 et nous estimions qu'une poursuite de cette tendance à ce rythme ne nous semblait pas probable, en particulier dans le contexte d'une intensification des risques de tensions commerciales et d'une diminution de l'activité en Asie. Le choc de croissance a pourtant surpris lorsque la révision des chiffres, publiés pour

la première fois en novembre, a fait état d'une contraction de -0.6% du PIB plus forte qu'estimée. Il s'agissait d'ailleurs de la plus importante contraction depuis 2014. Ces résultats confirmaient malheureusement l'instabilité des performances conjoncturelles enregistrées par l'économie japonaise ces derniers trimestres.

Le résultat du T3 efface ainsi presque totalement la croissance exceptionnelle du T2 et ne laisse que peu de chances au T4 pour renverser significativement la situation pour l'année 2018.

L'économie japonaise s'est donc contractée plus fortement, en raison essentiellement d'une chute exceptionnelle des dépenses des entreprises. Les catastrophes naturelles qui ont frappé le Japon ne sont pas non plus étrangères à ce phénomène et expliquent, en effet, cette contraction qui s'inscrit comme la plus forte de la décennie.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les effets des catastrophes naturelles sur le PIB ont effectivement été significatifs, mais en ce qui concerne les dépenses d'investissement des entreprises (-2.8%), il convient de souligner que la contraction faisait suite à un

précédent trimestre particulièrement solide (+3.1%). Cet élément remet toutefois quelque peu en question la perception positive d'une amélioration de la confiance des industriels, malgré des indicateurs avancés encore peu optimistes. Les exportations, composante essentielle de l'évolution du PIB japonais, ont aussi été affectées par ces événements exceptionnels. La contraction de -1.3% enregistrée en septembre contrastait ainsi avec la série de données mensuelles positives accumulées depuis décembre 2016. Le rebond de +8.9% en octobre laisse présager une reprise bienvenue au T4 pour ce secteur. La consommation privée a également été plus faible, en enregistrant un déclin de -0.2%, mais c'est surtout l'affaiblissement des dépenses d'investissement privées non résidentielles (-2.8%) qui ont pesé sur les chiffres révisés.

Les résultats du T4 ne devraient pas présenter une image aussi indécise de l'économie nipponne que celle du T3. Les risques de guerre commerciale constituent toujours la principale menace à l'évolution du PIB japonais, en particulier si l'on considère que la stabilisation du yen devrait pouvoir se poursuivre dans les prochaines mois. Le facteur monétaire reste, en effet, l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB.

Reprise des exportations au T4

Le mois de septembre avait été particulièrement difficile pour l'économie japonaise, touchée par plusieurs catastrophes naturelles aux conséquences directes et indirectes sensibles dans plusieurs secteurs. Les exportations japonaises, qui avaient notamment été affectées négativement (-1.3%) en septembre par les typhons et tremblements de terre, ont pu rebondir très sensiblement en octobre de +8.2% (sur un an). Ce résultat est particulièrement important, en raison de la dépendance de l'économie japonaise au secteur exportateur, la croissance économique japonaise est, en effet, particulièrement influencée par l'évolution de ses exportations. Une relance de celles-ci présage donc positivement d'un dernier trimestre plus favorable pour l'évolution du PIB. Les secteurs des semi-conducteurs, des composants électroniques et des véhicules ont participé à cette relance, ce qui renforce l'assurance d'une reprise en cours dans ces secteurs.

La balance commerciale devient déficitaire

Les résultats du commerce extérieur ont encore montré une poursuite de la dégradation de la balance commerciale du Japon. Excédentaire en 2016 et 2017, elle s'enfonce depuis quelques mois en zone négative pour afficher en octobre un solde de -302 milliards de

yens, après avoir atteint un solde positif de +453 milliards de yens en avril 2018. La hausse de +19.9% des importations, la plus forte depuis 2014, explique le basculement d'un excédent conséquent en un déficit déjà significatif. Les coûts de l'énergie ont été le facteur le plus déterminant, avec une hausse de +33.7% des prix du brut et de ceux du LNG. En répartition géographique, le Japon conserve un surplus de plus de 550 milliards de yens avec les Etats-Unis, qui se trouve compensé partiellement par un déficit de plus de 400 milliards de yens avec la Chine et un solde négatif d'environ 70 milliards avec l'Europe.

Hausse insuffisante des salaires pour une relance de la consommation

La croissance des salaires a progressé de +1.5% sur un an en octobre, ce qui en termes réels (-0.1%) ne permet toujours pas de soutenir une progression de la consommation. La hausse de +2.8% du mois d'août n'aura été que de courte durée. La baisse de -0.3% en octobre suit, en effet, une diminution des dépenses des ménages de -1.6% en septembre. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents, malgré un niveau de chômage toujours très bas (2.4%), une progression des salaires et une hausse des profits des entreprises. La confiance des consommateurs décline régulièrement depuis le début de l'année (44.6) et ne semble toujours pas se stabiliser en novembre (42.9). Il en faudra sans doute davantage pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

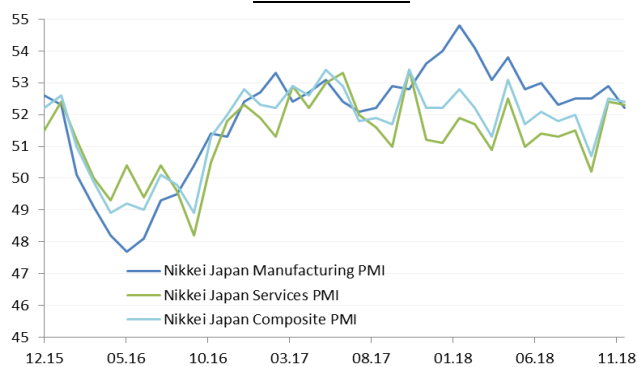
Mais les ventes de détail totales ont enregistré une hausse encourageante en octobre de +1.2%, soit une progression de +5.8% sur un an. Les ventes de véhicules marquent un petit tassement en novembre mais restent en hausse de +8.3% sur douze mois. Le Japon demeure toujours dans l'attente d'une amélioration plus nette sur le marché du travail et sur

une transmission plus large de l'évolution positive des profits des entreprises par des hausses de salaires, pour relancer la confiance des ménages et leur niveau de consommation.

L'incertitude retient les indicateurs avancés

L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés en fin d'année 2018. Le sentiment des décideurs ne parvient pas à s'améliorer sensiblement au Japon, comme dans la plupart des pays. Le bras de fer engagé par le président américain reste toujours le facteur d'incertitude majeur au Japon aussi, malgré la trêve décidée le 30 novembre. La stabilisation du yen après une correction d'environ -10%, 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 existants d'une guerre commerciale sévère. L'économie japonaise, qui était pourtant en pleine croissance au deuxième trimestre, a brutalement enregistré une contraction inattendue (-2.5% yoy), confirmant ainsi l'hésitation qui prévalait dans les sondages. Les indices PMI se stabilisent depuis quelques mois, mais ne montrent toujours pas de signes nets de relance, après le déclin régulièrement observé au cours du premier semestre.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

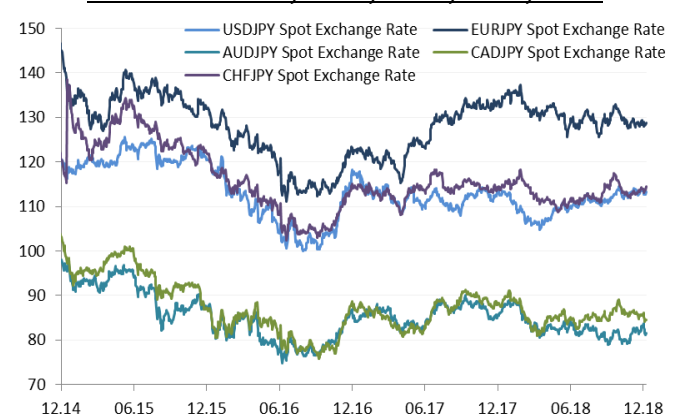
En novembre le PMI manufacturier était légèrement meilleur (52.2) qu'en octobre (51.8), mais il ne suggérerait pas pour autant d'embellie pour les prochains mois dans le secteur industriel. La publication d'une croissance de +2.9% de la production industrielle pour octobre a donc été une bonne surprise, qui suggère peut-être plus clairement des signes de reprise de l'activité après un 3ème trimestre morose. L'indice composite se maintient quant à lui à 52.4, toujours proche des niveaux bas de l'année 2017, soutenu par l'évolution plus positive du PMI des services, qui enregistrait une progression réjouissante en octobre et pouvait se stabiliser à 52.3 en novembre.

Yen encore un peu plus faible en 2019

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen, lesquels restent baissières pour 2019. Nous indiquions, depuis plusieurs trimestres déjà, 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 également qu'une dépréciation de dix pour cent de la devise japonaise 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 annoncions 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 ainsi que les perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen en 2019. Après avoir atteint notre objectif de 115, le yen devrait se stabiliser, avant de s'affaiblir à nouveau.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



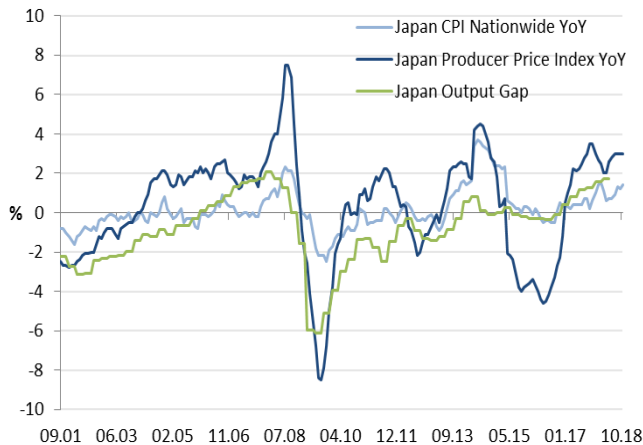
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Toujours pas de perspectives pour les obligations japonaises

Reprise bienvenue des indices de prix au troisième 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 1.4% en octobre. 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

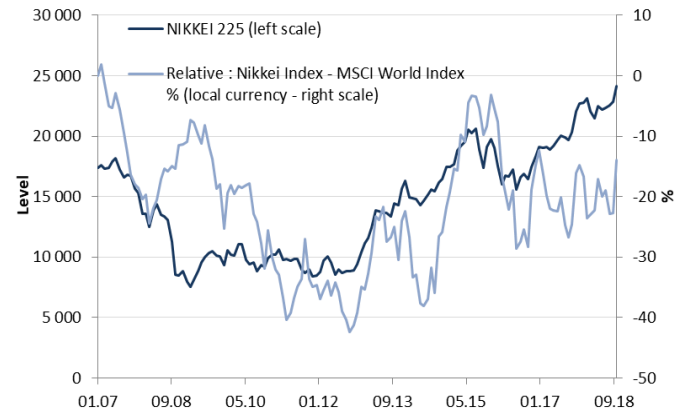
Rebond du Nikkei et des valeurs japonaises

Les entreprises japonaises devraient profiter du contexte macroéconomique international favorable en 2019, malgré les craintes actuelles de ralentissement conjoncturel ainsi que de l'affaiblissement du yen. Un sondage publié dans l'enquête « Tankan » de la BoJ suggérerait 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 yens pour 1 dollar), bien en dessous du niveau actuel (113 yens). Ce différentiel, s'il devait se maintenir comme nous le pensons, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises.

La hausse des profits de +17.9% sur un an, annoncée à fin juin, s'est effritée et n'est plus que de +2.2% à fin septembre. Une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones est donc possible, dans un contexte de cycle économique mondial soutenu, si les risques de « guerre commerciale » ne s'intensifient pas. La chute des cours et la baisse des valorisations des actions à 15x les bénéfiques offrent 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 yens 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 et pour 2019 entre 110 et 120 yens, ce qui devrait finalement renforcer très sensiblement les résultats des entreprises en fin d'année fiscale japonaise.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait donc soutenir une nouvelle reprise du Nikkei, à condition également que le climat des investissements redevienne plus positif et que les risques qui pèsent aujourd'hui sur les perspectives de croissance mondiale s'estompent.

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 Sigismond Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T+4122 5959 611 - F+4122 5959 612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch