



18 mars 2019

Surprise positive pour le PIB japonais en hausse de +0.5% au T4

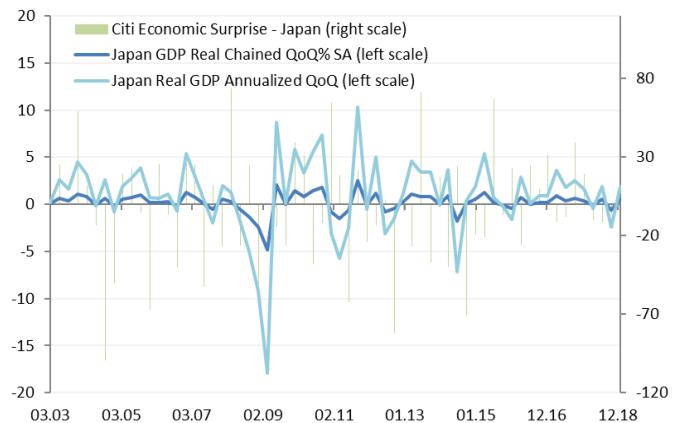
Relance conjoncturelle au T4. Affaiblissement indispensable du yen. Retour de l'excédent commercial. Indicateurs avancés sous pression. La BoJ reste prudente. Hausse du Nikkei.

Points clés

- Surprise positive pour le PIB japonais au 4^{ème} trimestre (+0.5% et +1.9% annualisé)
- Rebond de l'excédent commercial (339 Mrds)
- Hausse insuffisante des salaires pour une relance de la consommation
- Indicateurs avancés sous la pression du secteur manufacturier
- La BoJ révisé les espoirs de reprise
- Indispensable affaiblissement du yen
- Eviter les obligations japonaises
- Le Nikkei profite peu du retour de la confiance
- Chute des profits des sociétés sur un an (-7%)
- Les attentes des investisseurs sont faibles, une surprise positive est possible en 2019
- Retour probable des investisseurs étrangers et des flux de fonds sur le Nikkei

récession technique après un 3^{ème} trimestre difficile. Ce résultat a dépassé les attentes des prévisionnistes, mais il reste fragile dans le contexte économique international toujours incertain en ce début d'année 2019. L'année 2018 s'est donc terminée sur une note positive qui souligne pourtant encore la volatilité et l'instabilité de la conjoncture qui a oscillé chaque trimestre entre expansion et décroissance.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Surprise positive pour le PIB japonais au 4^{ème} trimestre

Les performances économiques trimestrielles du Japon ont été plutôt instables tout au long de l'année 2018. La révision du taux de croissance du PIB pour le 4^{ème} trimestre à +0.5% (+1.9% annualisée) efface le choc du trimestre précédent qui avait vu le PIB se contracter de -0.6%, la plus mauvaise performance depuis 2014. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pendant un trimestre pourtant difficile pour la plupart des économies internationales et notamment pour la zone euro.

Cette reprise particulièrement nette de l'activité au Japon lui a ainsi permis d'éviter de rentrer en

Les effets des catastrophes naturelles sur le PIB avaient été significatifs au 3^{ème} trimestre, faisant notamment chuter les dépenses d'investissement des entreprises (-2.8%) et la production industrielle. La consommation privée s'est inscrite en hausse de +0.6% sur le trimestre alors que les dépenses d'investissement bondissaient à nouveau de +2.7%. Ce dernier chiffre suggère selon nous que les investissements (CAPEX) sont structurellement dans une tendance haussière, ce qui devrait être confirmé par une poursuite des investissements en début d'année 2019 à moins qu'une chute de la demande externe ne se manifeste à nouveau. Le Japon ressent la pénurie de main-d'œuvre liée au vieillissement de sa population. Les exportations, composantes essentielles de l'évolution du PIB japonais, ont encore subi un déclin au 4^{ème} trimestre en raison de la baisse de la demande extérieure.

Les incertitudes qui persistent encore à ce jour sur la question des relations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine pèsent sur la confiance et affectent également l'économie japonaise. Cette incertitude constitue toujours la principale menace à l'évolution du PIB japonais, en particulier si l'on considère que l'affaiblissement du yen devrait pouvoir se poursuivre dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB.

Rebond de l'excédent commercial (339 Mrds)

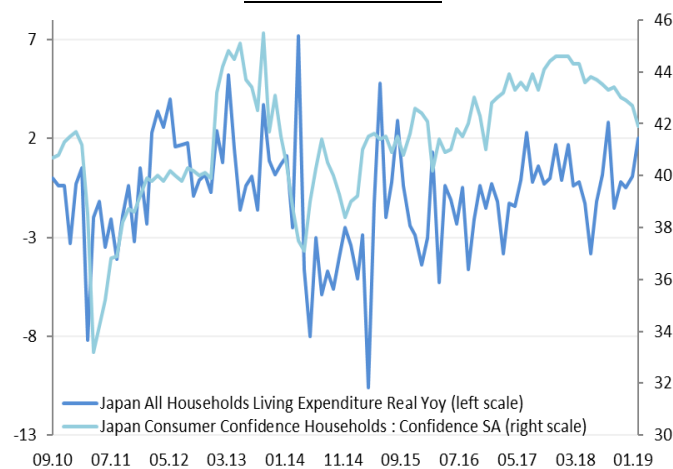
La balance commerciale repasse en février en solde positif de 339 milliards de yen (116 milliards après ajustements saisonniers) et contribuera positivement à la croissance du PIB. Ce résultat ne doit pas occulter la nouvelle diminution des exportations japonaises de -1.2% en lien avec la chute de la demande asiatique qui représente près de 50% des exportations japonaises. Les résultats des exportations vers les Etats-Unis et l'Europe sont heureusement meilleurs. La diminution des exportations n'est finalement que de -1.2% sur un an, essentiellement en raison d'une baisse des exportations de véhicules et de semi-conducteurs (-14% vers la Corée du Sud). Les exportations japonaises en direction de la Chine ont progressé de +5.5% sur un an en février, après une correction de -17.4% en janvier. La chute des importations de -6.7% en février contribue très nettement au résultat positif du commerce extérieur et masque ainsi la poursuite de la faiblesse des exportations.

Hausse insuffisante des salaires pour une relance de la consommation

Les négociations salariales en cours au Japon semblent moins favorables que celles de l'an dernier. Le premier ministre japonais maintient pourtant la pression sur les grandes entreprises pour que celles-ci revalorisent les salaires et contribuent à la lutte contre la déflation, mais le contexte économique international et la chute des exportations ne favorisent pas les hausses de salaires. Les grands groupes favoriseront certainement des solutions plus souples telles que le versement de primes plutôt que l'augmentation de leurs coûts fixes. La croissance des salaires ne devrait donc pas dépasser +2% en 2019, soit un peu moins que la hausse moyenne de l'année 2018. Dans ce contexte, les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents, malgré un niveau de chômage toujours très bas (2.4%). La confiance des consommateurs décline ainsi régulièrement depuis plus d'un an (44.6) et ne semble toujours pas prête à se stabiliser en février (41.5).

Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



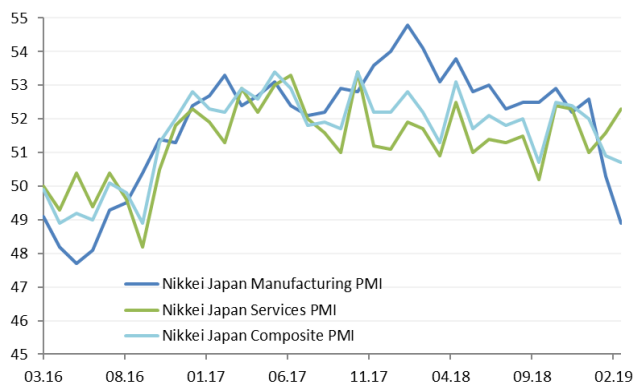
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Si les dépenses des ménages ont tout de même progressé de +2% sur un an en janvier, le Japon reste 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.

Indicateurs avancés sous la pression du secteur manufacturier

L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés qui glissent encore un peu plus bas en février. Le sentiment des décideurs japonais ne parvient pas à s'améliorer et reste pour l'essentiel influencé par l'absence d'une solution diplomatique à la crise sino-américaine qui affecte toujours un peu plus l'économie japonaise. La stabilisation du yen après une correction d'environ -10%, pourtant favorable aux grandes entreprises exportatrices japonaises, a été suivie d'une appréciation du yen fulgurante de +5%. Le rebond des dernières semaines à 112 yens pour un dollar est bienvenu, mais il ne semble pas suffisant pour contrer les inquiétudes des directeurs d'achat qui préfèrent toujours se montrer prudents. Ceux-ci ignorent pour l'instant les signaux politiques qui suggèrent l'annonce d'un prochain accord commercial devant offrir une meilleure visibilité sur le plan économique. L'indice PMI composite reste fluctuant et ne montre toujours pas de signes nets de relance. Il est en ce sens largement influencé par l'indice PMI manufacturier en très nette contraction depuis le début de l'année. La chute de cet indicateur de 52.5 à 49 est préoccupante car elle suggère un tassement très net de l'activité industrielle en début d'année 2019.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La publication d'une contraction de l'activité industrielle de -3.7% en janvier est la plus forte depuis un an et confirme le scepticisme des directeurs d'achat. Les prévisions gouvernementales d'une reprise de +5% en février sont certainement trop optimistes, le secteur automobile en particulier est en difficulté. L'indice composite se maintient grâce à une nette relance de la confiance observée dans l'évolution positive du PMI des services en progression de 51 à 52.3.

La BoJ révisé les espoirs de reprise

La banque centrale du Japon a laissé sa politique monétaire inchangée mais s'inquiète de l'évolution de la demande internationale et de ses implications sur la capacité des exportations et de la production industrielle à soutenir la croissance du PIB au 1^{er} semestre 2019. La BoJ a ainsi révisé ses perspectives de croissance pour le PIB japonais à la baisse. Le gouverneur Haruhiko Kuroda n'a pas caché son inquiétude pour l'économie du pays dans le contexte actuel, mais il ne semble pas prêt à envisager de nouvelles mesures de soutien conjoncturel. Il considère certainement que le ralentissement de la demande extérieure est temporaire car essentiellement lié à l'absence de solution à la crise commerciale.

La demande intérieure continue de progresser, ce qui constitue un facteur positif suffisant pour maintenir le statu quo en matière de politique monétaire. Le scénario de la banque centrale japonaise reste relativement stable et table sur une croissance modérée du PIB en 2019. Les mesures de soutien à l'économie décidées par Pékin devraient avoir un effet plus sensible au second semestre sur la demande mondiale et sur les exportations de produits japonais.

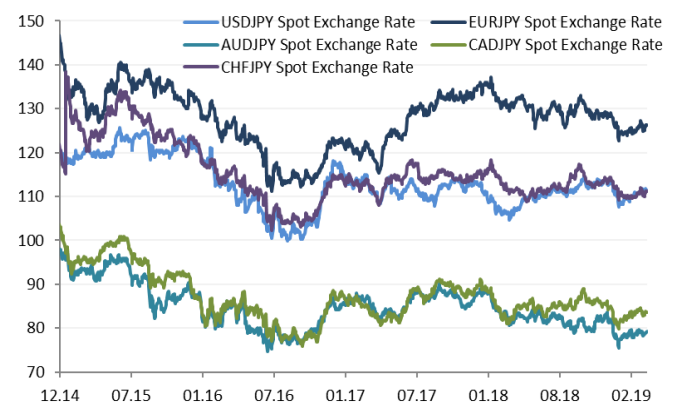
La BoJ fait aussi face à une situation compliquée sur le front de l'inflation. Son objectif de 2% reste prioritaire, mais le contexte actuel risque bien de repousser encore un peu plus le développement des indices de prix au

Japon. Pour mémoire, l'indice CPI national pour janvier était d'à peine +0.2%. Le ministre des Finances Taro Aso a relevé que cet objectif n'était selon lui pas si essentiel, mais les représentants de la BoJ restent convaincus de la nécessité de maintenir cet objectif et de communiquer clairement la stratégie de sortie d'une politique monétaire ultra-accommodante suivie depuis plusieurs années.

Indispensable affaiblissement du yen

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui 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 et à la reprise de l'inflation. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition de la BoJ 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.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

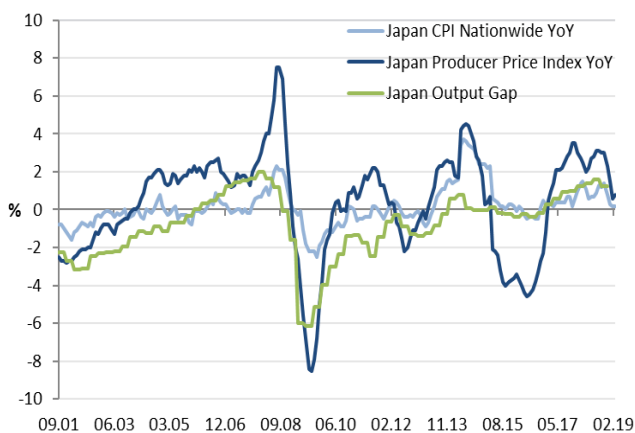
La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine, même à un rythme réduit, ainsi que les perspectives de rebond modéré des taux longs internationaux devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen en 2019.

Les cours du yen se sont avérés particulièrement fluctuant entre la fin de l'année et le début 2019, enregistrant une appréciation de +5% en quelques semaines qui a été suivie d'un affaiblissement de près de -4% au cours du 1^{er} trimestre 2019. Le yen devrait s'approcher à nouveau du niveau de 115 contre le dollar US et se stabiliser ensuite au-dessus de cette valeur.

Eviter les obligations japonaises

L'environnement économique n'a pas permis une reprise durable de l'inflation (CPI) qui a rapidement chuté de +1.4% en octobre 2018 à seulement +0.2% en janvier 2019. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%). Les prix à la production ont suivi la même tendance en chutant de +3% à +0.8%. Le contexte actuel reste clairement défavorable au marché obligataire, qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes en termes de rendement pour l'investisseur étranger, alors que le risque de moins-values en capital est à long terme élevé.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)



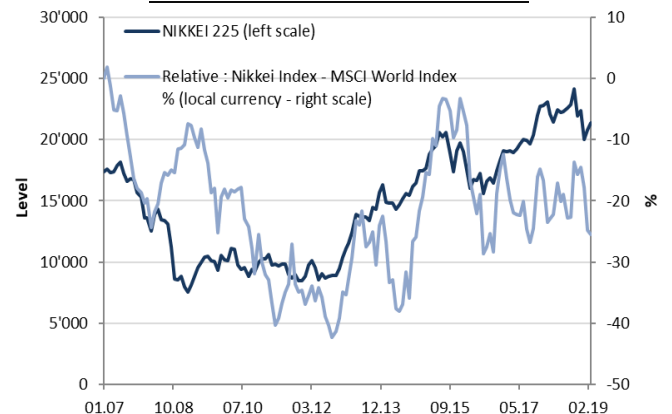
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le Nikkei profite peu du retour de la confiance

Les entreprises japonaises ont vu leurs profits chuter finalement de -7% sur un an au 4^{ème} trimestre 2018. Le choc est donc brutal en comparaison au résultat favorable constaté en juin (+17.9%). La volatilité des performances économiques japonaises et l'évolution négative des exportations ont affecté les résultats des entreprises de manière très significative au second semestre. Une relance conjoncturelle est désormais indispensable à une reprise de la croissance des profits des entreprises nippones, mais elle semble difficile sans une reprise du cycle économique mondial.

Les entreprises japonaises ont pourtant fortement investi en biens d'équipement, les dépenses d'investissement ont en effet progressé de +5.7% sur un an, en réaction sans doute plus au taux de chômage structurellement bas qu'à des perspectives économiques positives immédiates. La baisse des résultats des entreprises japonaises pourrait cependant être suivie d'une reprise sensible lorsqu'un accord sera trouvé entre la Chine et les Etats-Unis sur la question commerciale qui les oppose. La demande chinoise et asiatique devrait alors être ravivée et permettre une croissance des profits en 2019, puis en 2020. Le pire est peut-être déjà passé pour les entreprises japonaises qui pourraient à nouveau profiter d'un changement de perception des risques des investisseurs internationaux dont les investissements au Japon en titres ont été assez largement négatifs ces derniers mois. Les attentes des investisseurs sur les profits pour 2019 sont faibles, ce qui laisse une marge d'ajustement pouvant soutenir une poursuite de la tendance haussière des cours observée depuis le début de l'année. Le marché japonais ne profite pour l'instant que timidement de l'amélioration du climat boursier et ne réalise qu'une progression en yen de +7.8%, ce qui constitue l'une des plus faibles performances des marchés développés du 1^{er} trimestre 2019.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait 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. Les perspectives sont positives pour 2019, mais nous maintenons une stratégie plutôt neutre sur les actions japonaises.

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