



14 juin 2019

Le PIB japonais résiste à la pression du bras de fer commercial

Croissance du PIB stabilisée à +2% sur un an. Prudence des consommateurs. Secteur manufacturier sous pression. La BOJ peut baisser ses taux à -0.3%. Nikkei sous influence.

Points clés

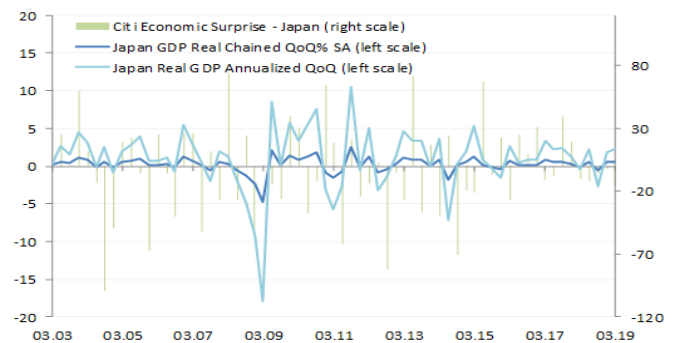
- Les bonnes surprises se poursuivent au 1^{er} trimestre avec une hausse de +0.5% du PIB
- La croissance japonaise se stabilise à +2% sur un an et surprend les prévisionnistes
- Un résultat pourtant plus faible qu'il n'y paraît
- Les consommateurs restent inquiets
- Indicateurs avancés toujours sous la pression du secteur manufacturier
- Amélioration de la conjoncture en mai
- Nouvelle chute de la balance commerciale
- La BoJ peut encore soutenir sa politique expansive
- L'affaiblissement du yen reste indispensable
- Eviter les obligations japonaises
- Nikkei sous influence de la guerre commerciale

Les bonnes surprises se poursuivent au 1^{er} trimestre avec une hausse de +0.5% du PIB

La croissance de +0.5% du PIB japonais reportée pour le 1^{er} trimestre surpasse les prévisions des économistes et confirme le retournement de tendance qui s'était opéré au 4^{ème} trimestre (+0.5%) après la contraction de -0.6% au trimestre précédent. Les performances économiques trimestrielles du Japon instables tout au long de l'année 2018 semblent donc se stabiliser sur un rythme de progression annuel de +2%. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pour le deuxième trimestre consécutif, malgré un contexte difficile pour le secteur exportateur nippon. La dynamique économique japonaise est donc en phase avec celles d'autres pays industrialisés qui enregistrent de meilleurs résultats qu'escomptés en début d'année.

Le différentiel commercial entre les Etats-Unis et la Chine n'a pas eu d'effet additionnel sur la confiance au 1^{er} trimestre, mais l'acroissement récent des tensions et des incertitudes pourrait cependant désormais avoir un impact supérieur.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Ce résultat global est une surprise positive bienvenue dans un contexte caractérisé par des prévisions négatives de la plupart des économistes qui prévoient plutôt une stagnation de l'économie du soleil levant, voir une contraction de -0.2%.

Un résultat pourtant plus faible qu'il n'y paraît

Cette performance écarte ainsi le spectre d'un risque immédiat de récession, mais elle ne permet malheureusement pas d'envisager et de construire un argumentaire solide d'un retour durable de la croissance japonaise en raison de faiblesses structurelles persistantes. Les exportations restent en effet toujours très faibles, les investissements en biens d'équipement ne décollent pas et la consommation reste affectée par un sentiment des ménages peu optimiste. Du côté de la consommation des ménages, le sentiment reste en effet morose et la contribution du secteur est logiquement légèrement négative (-0.1%) au 1^{er} trimestre après avoir pourtant été plus dynamique en fin d'année 2018. Le PIB a été soutenu

par des dépenses publiques en hausse de +6.2%, mais le secteur privé reste en retrait à l'image du recul de -1.2% des investissements en capital. Les dépenses en biens d'équipement ont progressé de +0.3%, sensiblement moins que la progression précédente de +2.7%.

Les investissements (CAPEX) sont toutefois structurellement dans une tendance haussière selon nous. Le Japon ressent la pénurie de main-d'œuvre liée au vieillissement de sa population et doit palier à cette problématique en poursuivant ses investissements.

La plus forte chute des importations (-4.6%) relative à celle des exportations (-2.4%) a en fait contribué favorablement à la croissance du PIB à hauteur de +0.4%, ce qui représente l'essentiel de la progression constatée. La balance des comptes courants publiée pour le mois d'avril montre une situation favorable grâce à un excédent de 1.7 trillions de yen supérieur aux attentes. 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 produire dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB. L'économie japonaise devrait pourtant rester en 2019 en zone de croissance et dépasser les prévisions actuelles d'une progression de +0.7% de son produit intérieur brut sur l'ensemble de l'année. Le 2^{ème} trimestre devrait être un peu plus faible avant qu'une relance au second semestre ne puisse voir le jour, notamment lorsque les effets des mesures de soutien prises par les autorités chinoises ne développent des effets positifs sur la conjoncture japonaise.

Les consommateurs restent inquiets

Le marché de l'emploi reste particulièrement tendu avec une nouvelle baisse du taux de chômage à 2.4% en avril. La banque centrale espère toujours que la situation spécifique du marché du travail débouchera sur des hausses de salaires, une relance de la consommation et une progression de l'inflation, mais cette dynamique peine encore et toujours à se concrétiser. Les dépenses des ménages japonais ont légèrement augmenté en avril sur un an (-1.3%), mais les salaires réels ont encore reculé sur la même période.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents. La confiance des consommateurs décline ainsi régulièrement depuis dix-huit mois et enregistre son plus bas niveau depuis 2015. Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

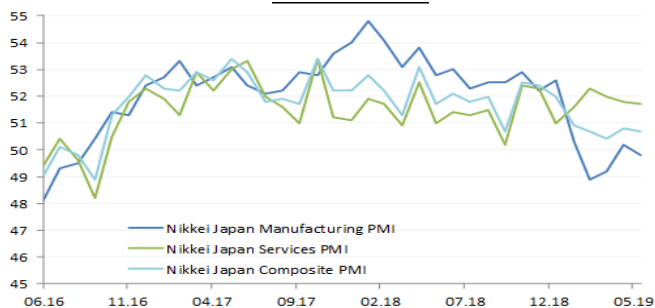
Indicateurs avancés toujours sous la pression du secteur manufacturier

L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés qui s'améliorent toutefois légèrement depuis la fin du 1^{er} trimestre. Le sentiment des décideurs japonais ne parvient pas en mai à se renforcer réellement, alors que l'escalade des tensions entre les Etats-Unis et la Chine sème à nouveau un peu plus les doutes auprès des décideurs japonais. L'incertitude qui affecte les deux principaux partenaires économiques du Japon ne peut être sans effet sur le moral des directeurs d'achat.

La faiblesse de la conjoncture en Asie affecte aussi les exportations japonaises et renforce l'inquiétude des producteurs. Dans ce contexte, l'indice PMI manufacturier qui avait rebondi de son point bas de février (48.9), n'est repassé que temporairement au-dessus du niveau théorique d'expansion en avril (50.2) avant de fléchir à nouveau en mai (49.8). Le Japon qui est également dans la cible de Washington en raison de son excédent commercial voit donc logiquement une nouvelle contraction pour le sixième mois consécutif de l'indicateur des nouvelles commandes.

L'indice PMI composite reste également incertain et ne montre toujours pas de signes nets de relance. Les dynamiques restent les mêmes, le PMI manufacturier se stabilise légèrement en-dessous de 50 et le PMI des services oscille toujours autour du niveau de 52.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Amélioration de la conjoncture en mai

La production industrielle a progressé de +0.6% en avril à un rythme plus élevé qu'attendu, mais cette reprise ne fait qu'effacer la contraction identique de mars. La production industrielle est donc stable depuis février. Les ventes de détail ont cependant enregistré un rebond de +4.8% en mai après une hausse déjà appréciable de +2.5% en avril. Le secteur profite d'une embellie après un tassement net en mars. Les commandes de machines ont aussi été plus fortes que prévu en avril. La hausse de +5.2% peut être considérée comme une indication d'une poursuite de la progression des dépenses d'investissement malgré les tensions commerciales.

Nouvelle chute de la balance commerciale

Les exportations japonaises ont encore chuté de -2.4% sur un an en avril confirmant ainsi la tendance déjà en cours pour le cinquième mois consécutif. Les effets de la guerre commerciale et le ralentissement dans le cycle technologique international ont encore pesé sur l'économie japonaise. Les exportations vers la Chine se sont plus nettement contractées (-6.3%) avec une chute de -41% des exportations d'équipement pour semi-conducteurs. La situation est radicalement différente avec les Etats-Unis qui ont encore importé +9.6% de produits japonais sur la période. Le surplus commercial du Japon avec les Etats-Unis s'est ainsi accru de +18% sur un an, ce qui renforcera certainement la volonté du président américain de poursuivre sa politique de rééquilibrage des échanges entre les deux pays. Il est probable que cette situation freine les dépenses d'investissements japonaises à court terme. Globalement la balance commerciale s'est réduite à 60.4 milliards de yen, un résultat très inférieur à celui attendu, essentiellement en raison de la forte progression des importations en avril (+6.4%). La décision de Donald Trump de suspendre l'introduction de taxes de 25% sur les véhicules importés du Japon est temporairement un facteur positif.

La BoJ peut encore soutenir sa politique expansive

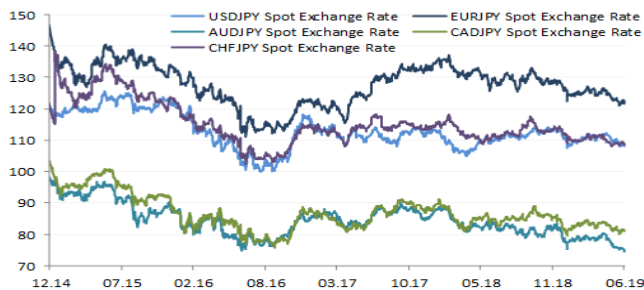
La Banque Centrale du Japon devrait maintenir sa politique monétaire inchangée lors de sa prochaine réunion du 20 juin. La situation économique du Japon peut être considérée comme positive au regard de certains indicateurs comme le taux de chômage, la croissance du PIB ou le rebond de la production industrielle, mais elle reste en fait fragile en raison d'une demande intérieure faible et d'une demande externe toujours affectée par les risques de guerre commerciale. Le gouverneur de la Banque Centrale ne semble pourtant pas inquiet, notamment en ce qui concerne l'évolution de la demande externe. Il considère que l'économie mondiale devrait se redresser au cours du second semestre 2019 malgré les tensions commerciales actuelles. En matière de politique monétaire, s'il n'y aura sans doute pas de changement en juin, il faut considérer comme de plus en plus probable une nouvelle action en septembre de réduction des taux directeurs de -0.1% aujourd'hui à -0.3% pour maintenir une pression sur le yen. La BoJ fait toujours face à une situation compliquée sur le front de l'inflation, mais elle s'est tout de même un peu améliorée depuis quelques mois. Après avoir plongé de 1.4% à 0.2%, l'indice CPI est remonté à 0.9% à la fin avril. L'inflation a donc légèrement accéléré, mais on est cependant encore loin de l'objectif de 2% fixé par la BoJ, qui reste prioritaire, mais le contexte actuel risque bien de freiner le développement espéré des indices de prix au Japon. Le gouverneur de la banque centrale s'était d'ailleurs exprimé sur ce point pour évoquer la difficulté des banques centrales de piloter le taux d'inflation dans un environnement globalisé et caractérisé par l'innovation technologique. Plus de flexibilité dans la définition des objectifs d'inflation de la BoJ semble donc à l'ordre du jour, notamment pour maintenir ou restaurer la crédibilité de l'institution.

L'affaiblissement du yen reste indispensable

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. Le différentiel de taux d'intérêt s'est temporairement réduit au cours des dernières semaines, mais il devrait se reconstituer et toujours favoriser une dépréciation du yen contre le dollar.

La relative stabilité de la devise nipponne depuis le début de l'année entre 108 et 112 yen pour un dollar est donc selon nous temporaire. Le yen devrait s'affaiblir et retrouver le niveau de 115 contre le dollar US pour se stabiliser ensuite au-dessus de cette valeur.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF

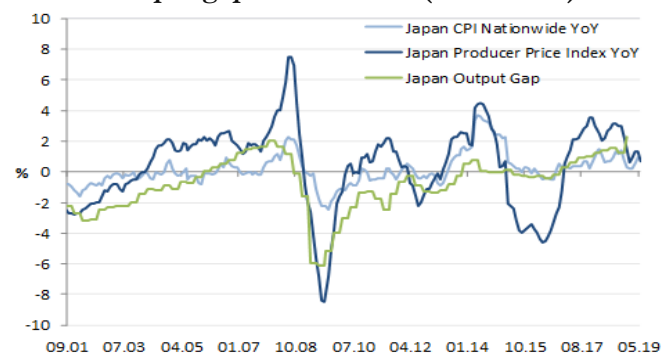


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Eviter les obligations japonaises

L'inflation ne présente que peu de risque pour le marché obligataire japonais malgré une remontée à 0.9% du CPI. Les prix à la production sont en baisse de -0.1% en mai (+0.7% sur un an) tandis que l'inflation importée chute de -1.4% sur un an. 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 taux gouvernementaux à dix ans ont suivi la tendance internationale et sont à nouveau négatifs (-0.13%). 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)

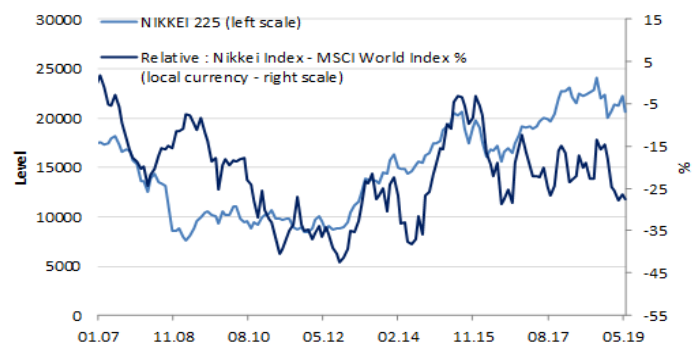


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Nikkei sous influence de la guerre commerciale

Le Nikkei reste influencé pour l'instant par la situation conjoncturelle spécifique du Japon dans le contexte général de guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Les conséquences de cette incertitude sont réelles mais les risques sont certainement surestimés. Les fondamentaux du marché japonais se sont en fait améliorés. Les marges sont notamment plus élevées et les valorisations sont raisonnables. Le pire est peut-être déjà passé pour les entreprises japonaises, qui pourraient à nouveau profiter d'un changement de perception des risques, alors que les attentes des investisseurs sur les profits pour 2019 sont faibles et pourraient être dépassées.

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 informel 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