



Le PIB japonais avance grâce aux dépenses privées et publiques

Hausse de +0.3% du PIB au T2. La consommation reste vigoureuse. Forte chute des exportations. La BOJ pourrait choisir la patience. Chute des profits des sociétés du Nikkei.

Points clés

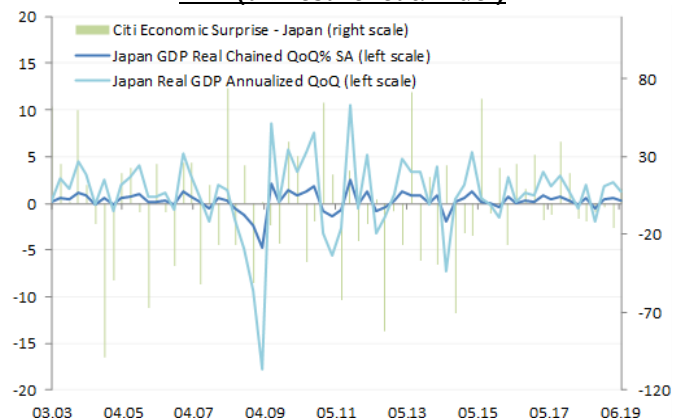
- Le PIB japonais maintient une dynamique positive au T2 et croît de +0.3%
- La consommation soutient la croissance grâce à une progression de +0.6%
- Le Japon souffre de la chute de ses exportations (-10.2%) en août, notamment vers l'Asie
- Diminution du déficit commercial à -136 Mrd
- Secteur manufacturier toujours sous pression
- Indicateurs avancés en phase de stabilisation ?
- La baisse du chômage ne rassure pas les consommateurs toujours plus inquiets
- La BoJ devrait faire preuve de patience
- La BoJ ne peut pas affaiblir le yen
- Éviter les obligations japonaises
- Profits des sociétés du Nikkei en chute de -12%

Les investissements ont globalement été décevants et ont eu un impact négatif sur la croissance. Si dans certains domaines plus domestiques les investissements en biens d'équipement ont été en hausse, le secteur manufacturier, plus sensible à l'escalade des tensions commerciales a, au contraire, vu une baisse des investissements dans le sillage de la chute des exportations japonaises. Le Japon reste de son côté très engagé à trouver un arrangement commercial avec les États-Unis pour éviter de nouvelles pressions sur sa capacité exportatrice qui pourraient se matérialiser par des taxes à l'importation aux États-Unis de produits japonais, qui affaibliraient sans doute un peu plus l'industrie automobile nipponne déjà en difficulté. La consommation devrait de son côté rester solide au troisième trimestre avant de subir certainement le contrecoup de l'introduction de nouvelles taxes prévues pour le mois d'octobre. Les dépenses publiques en progression de +1.2% ont été solides, comme les investissements publics (+1.8%), qui ont permis aux dépenses gouvernementales de contribuer à hauteur de +0.3% du PIB et donc d'être un autre facteur essentiel de la résistance du PIB au deuxième trimestre.

Le PIB japonais maintient une dynamique positive au T2

Le PIB japonais enregistre à la fin juin une croissance satisfaisante de +0.3%, à peine inférieure à celle du trimestre précédent (+0.5%). Sur un an, la performance de l'économie japonaise n'est pas exceptionnelle, mais elle se maintient à +1.3%. Le retournement de tendance qui s'était opéré au 4^{ème} trimestre (+0.5%) après la contraction de -0.6% au trimestre précédent se confirme donc dans le contexte économique international pourtant très incertain. La consommation des ménages (+0.6%) a été un excellent contributeur en raison d'une progression assez nette des dépenses par rapport au trimestre précédent.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

La fragilité de l'économie nipponne et sa dépendance aux secteurs exportateurs en particulier, transparait clairement dans ces résultats. Les dépenses publiques ont essentiellement compensé les difficultés enregistrées par les secteurs exportateurs. La chute de -12% des résultats des entreprises japonaises sur un an témoigne du durcissement des conditions économiques. Il s'agit de la plus forte contraction des profits observée depuis 2011. Le résultat global de l'économie japonaise semble donc satisfaisant, mais en l'absence d'un accord commercial dans un proche avenir et avec un tassement très probable de la consommation suite à l'introduction des taxes annoncées en octobre, la fragilité de l'économie japonaise pourrait clairement apparaître et décevoir en fin d'année.

Le Japon souffre de la chute de ses exportations en Asie

La balance commerciale japonaise, historiquement excédentaire pendant la précédente décennie et négative entre 2011 et 2015, est à nouveau déficitaire en août de 136Md de yen après avoir enregistré un déficit en juillet (-249Md) et un excédent de 587Md de yen en juin. Le fléchissement de la demande internationale développe toujours des effets négatifs sur les exportations japonaises. La nouvelle baisse des exportations en août (-8.2% sur un an) est à nouveau plus sensible que celle de juin (-6.6%). En juillet, le déclin était concentré sur l'Asie, dont la demande avait chuté de -8.3% sur un an, tandis que les exportations vers l'Europe (+2.2%) et les États-Unis (+8.2%) se portaient particulièrement mieux. La chute des importations en août est relativement plus importante (-12%) et contribue à la diminution du déficit commercial entre juillet et août. Les incertitudes qui persistent encore à ce jour sur la question des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine pèsent toujours sur la confiance et affectent également l'économie japonaise, qui ne peut pas encore se rassurer en ce qui concerne sa propre problématique douanière avec les États-Unis, malgré des discussions qui semblent pourtant constructives. La situation ne devrait pas évoluer au troisième trimestre, nous estimons que la balance commerciale restera déficitaire et pénalisée par les mêmes facteurs, mais sans doute dans une moindre intensité avant de présenter une configuration plus positive en fin d'année. Sur le plan monétaire, le yen a profité en août du statut de valeur refuge en période d'accroissement des incertitudes dans les marchés financiers. Pourtant, le facteur monétaire reste, avec la reprise de la demande externe, un des éléments indispensables à une évolution future plus positive du PIB. Le différentiel de taux d'intérêt nominaux, très largement pénalisant pour le yen, est en fait contré par l'évolution des taux d'intérêt réels qui empêchent pour l'instant toute dépréciation du yen favorable à la reprise des exportations.

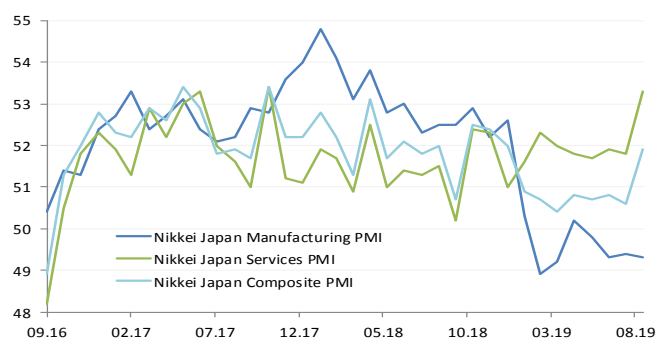
Secteur manufacturier toujours sous pression

Le secteur manufacturier japonais reste donc largement influencé par les facteurs externes évoqués plus haut et peu de signes viennent nourrir les espoirs d'un prochain renversement de tendance. La petite relance de la production industrielle du mois de juillet (+1.3%) n'était pas anticipée et contraste avec la baisse enregistrée en juin (-3.3%), alors que le niveau des inventaires se réduit aussi de -0.3%. Les commandes de machines ont chuté un peu moins qu'escompté, mais ce sont surtout les commandes du secteur manufacturier qui sont étonnement plus solides (+5.4% en juillet) que celles des autres secteurs qui enregistrent les plus fortes contractions (-15.6%). La volatilité des données mensuelles ne contribue malheureusement pas à la définition d'une tendance plus fiable, comme celle observée dans le segment des machines outils, dont les commandes poursuivent leur déclin pour toucher leur plus forte contraction en août sur un an (-37.1%) depuis 2009. Le secteur manufacturier est donc toujours dans l'œil du cyclone, à moins que les PMI manufacturier en phase de stabilisation depuis le mois de mars ne laissent en fait entrevoir des jours meilleurs pour la fin de l'année.

Indicateurs avancés en phase de stabilisation ?

L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés qui se stabilisent légèrement en dessous du seuil de croissance en août (49.3) pour le PMI manufacturier. Pendant cette période de six mois de relative stabilité, les statistiques économiques ont pourtant montré une dégradation de la situation dans l'industrie manufacturière. Pour observer des signes plus positifs, il faut se pencher sur le secteur des services qui présente une image très différente et nettement plus favorable. Le dernier PMI des services publié pour le mois d'août (53.3) est à son plus haut niveau depuis octobre 2017, ce qui permet à l'indice PMI global (51.9) de rebondir au-dessus de la limite de croissance (50).

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Malgré les signes indiquant que les États-Unis et le Japon ont trouvé les termes d'un accord préliminaire sur la question commerciale et des tarifs douanier devant permettre de traiter la question de l'excédent commercial

japonais, l'incertitude n'est pas encore levée auprès des directeurs d'achat dans l'industrie, qui sont inquiets de la baisse des exportations vers l'Asie. Du côté des services, les derniers sondages laissent supposer que l'augmentation des taxes de 8% à 10%, qui sera effective en octobre, n'inquiète pas les décideurs, ce qui contribue fortement à l'amélioration du sentiment global. L'indice PMI composite montre enfin en août des signes plus tangibles de relance économique prochaine.

La baisse du chômage ne rassure pas les consommateurs toujours plus inquiets

Le marché de l'emploi reste toujours très tendu malgré les difficultés rencontrées depuis plusieurs trimestres dans le secteur manufacturier. Le taux de chômage poursuit son déclin au cours du trimestre et atteint désormais le niveau record de 2.2%. La petite baisse surprise du ratio emploi disponibles par demandeur (de 1.61 à 1.59) en août reflète sans doute le processus d'ajustement des entreprises qui se tourne à court terme un peu plus vers des emplois à temps partiel. Les dépenses des ménages ont légèrement augmenté en juillet sur un an (+0.8%), mais les salaires réels ont encore reculé sur la même période (-0.3%). La Banque centrale espère toujours que la situation spécifique du marché du travail débouchera sur des hausses de salaire, une accélération de la consommation et une progression de l'inflation, mais cette dynamique peine encore et toujours à se concrétiser. Rien d'étonnant dans ce contexte à ce que les consommateurs japonais restent extrêmement prudents comme en témoigne l'indicateur de confiance qui enregistre en août (37.1) son plus mauvais résultat depuis le mois de janvier 2015.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La BoJ devrait faire preuve de patience

La Banque centrale du Japon devrait maintenir sa politique monétaire inchangée lors de sa prochaine réunion en septembre, mais cette décision ne sera pas aisée à prendre dans le contexte actuel caractérisé par

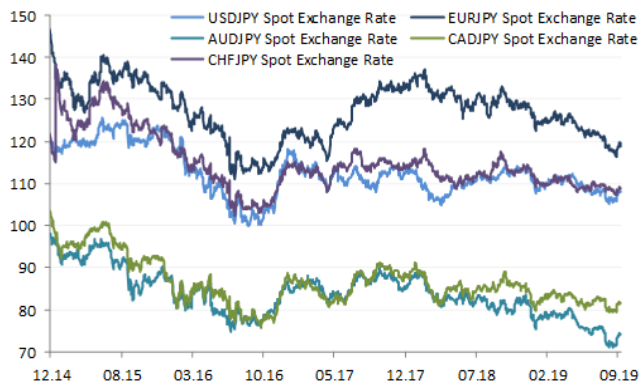
deux principales Banques centrales (FED et BCE) qui réduisent à nouveau leurs taux directeurs. Lors de la dernière réunion de la BoJ en juillet, le gouverneur Kuroda avait aussi évoqué l'idée d'une baisse préventive des taux directeurs japonais. Il évoquait clairement qu'il n'hésiterait pas à baisser à nouveau les taux directeurs si les indices de prix perdaient de leur momentum. Au sein du comité de politique monétaire, les risques déflationnistes sont pris au sérieux, mais la patience semble encore avoir l'avantage. Si la Banque centrale américaine a certainement cédé à la pression des Cassandra qui annonçaient depuis douze mois l'imminence d'une récession sans en voir pourtant les réels prémices, la BoJ se demande certainement si la hausse du yen et les difficultés du secteur manufacturier sont suffisantes pour justifier une baisse des taux en septembre ou si quelques semaines de patience suffiront pour que de meilleures perspectives n'apparaissent enfin. Le gouverneur de la Banque centrale pourrait considérer que la stabilisation des indicateurs avancés manufacturier depuis plusieurs mois est déjà un signe positif et que l'ensemble de l'économie japonaise profitera certainement de l'amélioration de la conjoncture globale, qui ne manquera pas d'intervenir suite aux baisses de taux intervenues aux Etats-Unis et en Europe. La BoJ fait toujours face à une situation compliquée sur le front de l'inflation qui a de nouveau glissé à 0.5% en juillet, loin de l'objectif de 2% souhaité. La pression est certes élevée sur la BoJ pour agir et tenter notamment d'affaiblir le yen, mais nous ne pensons pas qu'une nouvelle baisse de taux serait le facteur déclencheur approprié.

La BoJ ne peut pas affaiblir le yen

Les taux d'intérêt nominaux négatifs (-0.1%) en yen sont encore largement inattractifs en comparaison internationale et plus spécifiquement vis-à-vis des taux en dollar US encore proches de 2%. Ce différentiel de taux nominaux pourrait sembler en faveur du dollar, cependant en raison d'une inflation plus faible (0.5%) au Japon et de plus fortes baisses de taux aux Etats-Unis, les rendements réels en dollar ont décliné plus vite que les rendements réels en yen plus stables. Le différentiel de rendement réel est de ce fait certainement l'un des facteurs principaux expliquant l'évolution du taux de change yen/dollar US des derniers mois et son évolution récente ne constitue pas un facteur négatif pour le yen. La BoJ souhaiterait bien entendu que les taux réels en yen soient inférieurs, mais pour cela, elle ne peut compter que sur une relance des indices de prix, car une forte baisse des taux directeurs ne semble pas une option sérieuse. La BoJ ne peut donc opter que pour une politique de patience en attendant plutôt que les facteurs externes comme une remontée de l'inflation aux Etats-Unis ou un rebond des taux longs US se matérialisent et changent les paramètres de valorisation pour permettre une baisse du yen. Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent fondamentalement

baissières pour 2019. La faiblesse du yen reste une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. La stabilité de la devise nippone depuis le début de l'année contre dollar US (-1.3%) devrait être suivie d'un prochain déclin du yen.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF

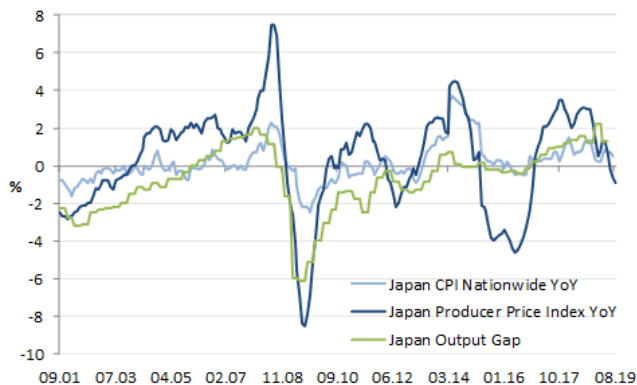


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Eviter les obligations japonaises

Les taux longs en yen ont suivi la tendance internationale en glissant de +0.15% en octobre 2018 à près de -0.3% en août. L'objectif d'inflation de la BoJ s'éloigne avec les baisses des indices de prix à 0.5% pour le CPI et -0.9% pour le PPI. Le contexte actuel n'est pas favorable au marché obligataire, qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes en termes de rendement pour l'investisseur étranger, alors que les risques de moins-values en capital et de pertes de changes sont plus élevés.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)

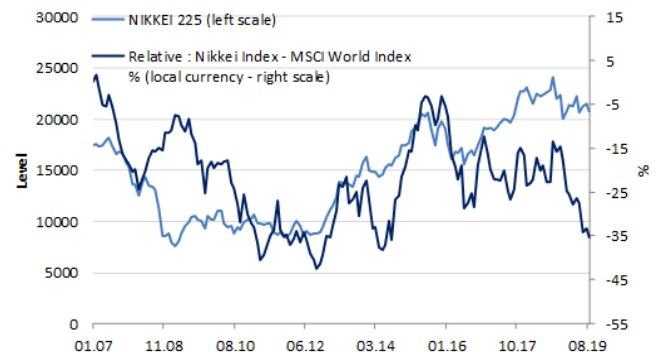


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Profits des sociétés du Nikkei en chute de -12%

L'activité économique et les performances des sociétés japonaises restent très affectées par l'imbroglie avec la Corée du Sud et les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. La chute des exportations n'est évidemment pas sans influence sur les résultats des sociétés cotées, dont les bénéficiaires ont chuté de -12% sur un an. Les entreprises nippones vendant aux Etats-Unis des produits assemblés en Chine n'ont d'autre choix que de délocaliser et transférer leur production notamment en Asie du Sud-Est. Ces changements dans leurs lignes de production ne sont pas sans conséquences à court terme sur les coûts et les résultats des entreprises. Le Nikkei reste donc très 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 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

Un affaiblissement du yen, une diminution des tensions commerciales et de meilleures perspectives conjoncturelles soutenues par les dernières baisses de taux d'intérêt longs et courts aux Etats-Unis seraient favorables à une reprise du Nikkei. Dans cette attente, 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