



Nette décélération de la conjoncture économique au Japon au T3

Croissance anémique de +0.1% du PIB au T3. Décélération de la consommation. Contraction des exportations. Inaction de la BoJ dans l'attente d'un plan de soutien gouvernemental.

Points clés

- Le PIB japonais est pratiquement au point mort au T3 (+0.1%)
- Nouvelle chute des exportations, mais la balance commerciale redevient excédentaire
- La production industrielle replonge en fin d'année après quelques signes de reprise
- Indicateurs avancés toujours peu convaincants
- Décélération de la consommation malgré une amélioration de la confiance des ménages
- Marge de manœuvre très réduite pour la BoJ
- La baisse du yen se poursuivra en 2020
- Profits des sociétés du Nikkei en chute pour le 3ème trimestre consécutif
- Positionnement neutre en actions japonaises

Le PIB japonais est pratiquement au point mort au T3 (+0.1%)

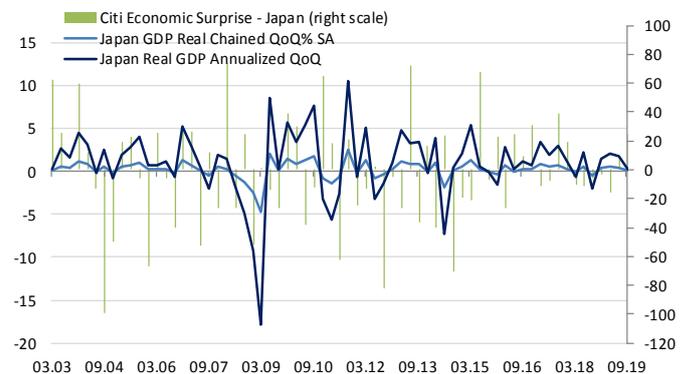
La croissance du PIB japonais a très nettement ralenti au 3^{ème} trimestre sous l'impulsion d'une nouvelle contraction des exportations. La croissance trimestrielle de +0.1% est nettement inférieure à celle du 2^{ème} trimestre (+0.3%) déjà en déclin par rapport au début d'année (+0.5%). Sur un an, la performance de l'économie japonaise n'est plus que de +0.2% et s'inscrit en net décélération par rapport au précédent résultat de +1.3% (révisé à +1.8%) à la fin juin. L'économie japonaise souffre toujours plus de la baisse de ses exportations et des tensions commerciales qui n'en finissent pas de mettre sous pression la demande internationale de produits manufacturiers.

Cette performance est très nettement inférieure aux attentes des prévisionnistes qui attendaient une croissance de +0.9% en rythme annuel.

L'économie japonaise a également été touchée par les tensions avec la Corée et par les catastrophes climatiques comme le typhon Hagibis, des facteurs qui ne devraient cependant plus être présents au T4.

La hausse des dépenses d'investissement (+0.9%) s'est renforcée, tandis que celle des dépenses publiques (+0.8%) a marqué le pas par rapport aux résultats du trimestre précédent. La consommation privée, les dépenses d'investissement, la construction et les dépenses publiques ont eu des contributions positives. Les contributions négatives sont venues de la baisse des stocks et de la chute des exportations nettes, notamment des exportations de services en partie liées à la chute du tourisme coréen au Japon.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La consommation s'est plutôt bien tenue pendant cette période en avançant de +0.4% juste avant l'introduction de nouvelles taxes au début du 4^{ème} trimestre, soit un peu moins que les +0.6% attendus. Cependant, les risques subsistent de voir un ralentissement de la demande privée, consécutif à cette introduction, affecter la performance

économique du dernier trimestre. En comparaison historique, l'excédent de demande de consommation au T3 juste avant l'introduction de cette taxe a été très inférieur à celui observé en 2014, qui avait conduit ensuite à une très forte chute de l'activité dans les mois suivants. Afin de mitiger les éventuels effets de cette taxe sur la croissance, le premier ministre Shinzo Abe devrait annoncer un « paquet fiscal » visant à stimuler l'économie. L'ampleur de ces mesures de soutien sera un facteur déterminant pour l'économie japonaise au cours des prochains mois. On évoque aujourd'hui plusieurs chiffres pour ce futur programme de soutien économique allant de 3 à 6 trillions de yens, soit de 28 à 55 milliards de dollars.

Nouvelle chute des exportations, mais la balance commerciale redevient excédentaire

Les exportations japonaises ont encore souffert en novembre et enregistrent même leur plus forte chute (-9.2%) depuis trois ans. La crise ouverte avec la Corée a eu un impact significatif sur l'économie, au travers du boycott de produits japonais tout d'abord et par l'effondrement du tourisme coréen au Japon ensuite. Ce facteur est certainement très temporaire, mais il a contribué à ce que les exportations enregistrent une onzième baisse consécutive, qui souligne les difficultés du secteur dans l'environnement commercial incertain qui règne depuis plusieurs trimestre. Le déclin s'est avéré également très fort aussi bien avec les Etats-Unis (-11.4%) qu'avec la Chine (-10.3%). Les secteurs automobile et acier ont particulièrement souffert de l'affaiblissement de la demande externe. En dépit des annonces suggérant que la Chine et les Etats-Unis sont en passe de trouver un accord, l'incertitude subsiste et freine les commandes. La chute des exportations devrait être prise en considération par les autorités japonaises lors de la définition de leur plan de soutien économique, qui aura pourtant sans doute de la peine à se situer dans le haut de la fourchette des attentes. Ces développements suggèrent que l'économie japonaise est à court terme un peu plus dépendante qu'auparavant de la consommation.

La balance commerciale japonaise, historiquement excédentaire pendant la précédente décennie et négative entre 2011 et 2015, est devenu déficitaire pendant quelques mois, mais elle enregistre un nouvel excédent en octobre de 17.3Md de yen grâce à la chute des importations de -14.8%. La situation ne devrait pas évoluer significativement au 4^{ème} trimestre, nous estimons que la balance commerciale ajustée sera proche de l'équilibre. Une reprise conjoncturelle en 2020 ne pourra se concrétiser qu'avec une participation plus nette du secteur exportateur, nous envisageons donc le 1^{er} trimestre un peu plus favorablement pour les

exportations japonaises, qui pourraient progresser plus rapidement que les importations. Les exportations japonaises ont souffert du fléchissement de la demande mondiale et de la conjoncture dans le secteur manufacturier, elles auront besoin d'une amélioration des conditions dans ce domaine et d'une faiblesse même relative du yen pour envisager un changement notable de tendance. 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.

Les parlementaires japonais de la Chambre haute ont approuvé le 4 décembre l'accord commercial avec Washington qui pourrait idéalement entrer en vigueur dès le 1^{er} janvier 2020. Cet accord porte sur les importations et exportations de produits agricoles, ainsi que sur le commerce en ligne et autres activités du web. Ce développement réduit le niveau d'incertitude qui pesait jusqu'à présent sur l'évolution des relations entre le Japon et les Etats-Unis.

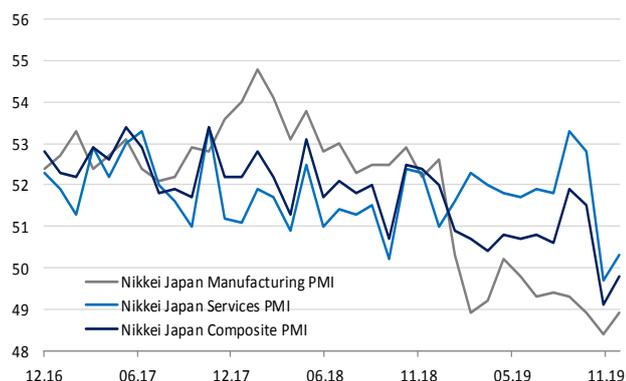
La production industrielle replonge en fin d'année après quelques signes de reprise

Le secteur manufacturier japonais reste 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 des mois de juillet (+1.3%) et septembre (+1.7%) a été effacée par la chute de -4.2% en novembre, l'une des plus importante des cinq dernières années. Ce résultat semble particulièrement inquiétant à ce point du cycle, mais il faut relever que les facteurs externes ont été renforcés par l'augmentation des taxes et par le super typhon, deux facteurs temporaires et non récurrents qui ont tiré à la baisse la production industrielle.

Indicateurs avancés toujours peu convaincants

Pas beaucoup plus de raisons d'être optimiste à la lecture des indicateurs avancés du mois de novembre (48.9) dans le secteur manufacturier, qui rebondissent toutefois des plus bas niveaux enregistrés en octobre (48.6). L'incertitude règne toujours sur les indicateurs avancés qui se stabilisent tout de même légèrement en dessous du seuil de croissance. Depuis le mois de février, l'indice PMI manufacturier oscille autour de 49, suggérant une situation toujours difficile pour l'industrie. Le dernier PMI des services publié pour le mois de novembre repasse au-dessus de la barre de 50 après un plongeon brutal enregistré en octobre, ce qui permet à l'indice PMI global (49.8) de flirter avec la limite de croissance (50) sans grande conviction néanmoins.

Indices PMI

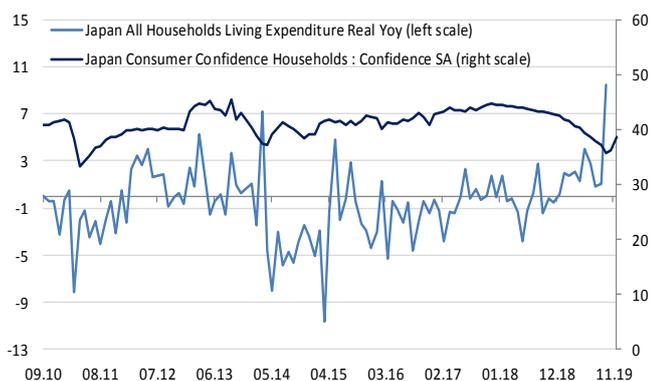


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Décélération de la consommation malgré une amélioration de la confiance des ménages

La confiance des consommateurs enregistre en novembre son deuxième mois consécutif de reprise sensible après vingt longs mois de déclin. Le rebond est notable et constitue un facteur positif suggérant que l'augmentation de la TVA ne constitue pas un facteur pénalisant la consommation privée. Les difficultés du secteur manufacturier n'ont encore qu'un impact très réduit sur le taux de chômage qui rebondi cependant de 2.2% à 2.4% en octobre.

Dépenses des ménages / confiance des consommateurs



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

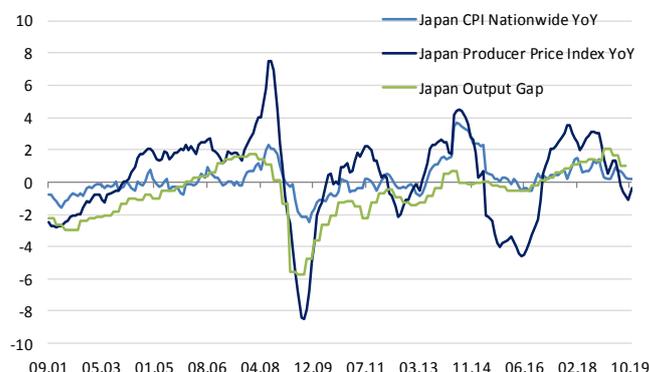
Le marché de l'emploi reste tendu, mais le ratio d'emplois disponibles par demandeur (1.57) devrait encore décliner sous l'impulsion de la diminution de la demande dans le secteur manufacturier. Dans un contexte plus difficile, les entreprises se tournent à court terme un peu plus vers des emplois à temps partiel. Au 3ème trimestre la consommation réelle des ménages a fléchi de +0.6% à +0.4%, mais les statistiques plus récentes suggèrent un coup d'arrêt sensible en octobre des dépenses de ménages. Les ventes de voitures ont chuté de -26.4% sur

un an en octobre avant de se reprendre un peu en novembre (-14.6%). Les ventes des grands magasins ont profité d'une hausse de la demande (+20.7%) avant l'introduction de nouvelles taxes, mais elle subissent un net déclin (-19%) en octobre. 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.

Marge de manœuvre très réduite pour la BoJ

La Banque centrale du Japon a maintenu sa politique monétaire inchangée lors de sa réunion du 31 octobre et ne devrait pas annoncer de changement majeur le 19 décembre pour sa dernière réunion de l'année. Le gouverneur de la banque centrale a récemment relevé que la politique monétaire ultra accommodante menée par la BoJ visait exclusivement à relancer l'inflation et non pas à financer les dépenses gouvernementales. Une remarque faite au moment où le gouvernement s'apprête à annoncer des mesures de soutien économique complémentaires afin de contrer les risques de ralentissement conjoncturels qui menacent. L'avertissement n'aura sans doute pas grand impact sur les politiques qui n'hésiteront certainement pas à prendre des mesures pouvant encore accroître la dette gouvernementale et son ratio déjà parmi les plus élevés des pays industrialisés. Le gouverneur Kuroda n'hésitera certainement pas à baisser à nouveau les taux directeurs si les indices de prix devaient perdre 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. Les derniers chiffres du CPI montrent une stabilisation à 0.2% de l'inflation, ce qui devrait être considéré comme relativement loin de l'objectif de la Banque du Japon.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

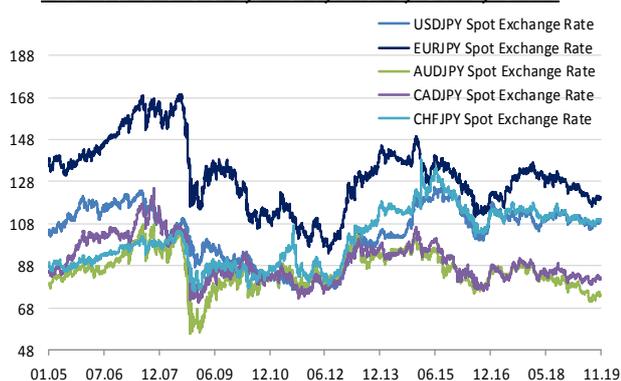
La BoJ se demandera certainement encore en décembre si la hausse du yen et les difficultés du secteur manufacturier sont suffisantes pour justifier une baisse des taux ou si quelques semaines de patience suffiront pour que de

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 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 baisse du yen se poursuivra en 2020

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 1.5%. Ce différentiel de taux nominaux pourrait sembler en faveur du dollar, cependant en raison d'une inflation plus faible (+0.2%) au Japon et plus forte aux Etats-Unis (+1.8%), les rendements réels sont en fait similaires (-0.3%). L'évolution du différentiel de rendements réels est de ce fait certainement l'un des facteurs principaux expliquant l'évolution du taux de change yen/dollar US des derniers mois. 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.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



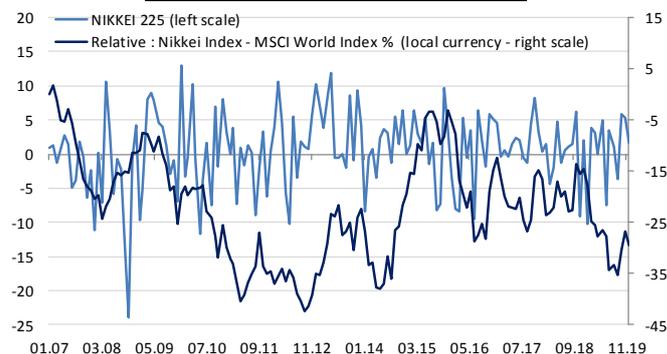
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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 2020. 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 nipponne depuis le début de l'année contre dollar US devrait être suivie d'un prochain déclin du yen.

Profits des sociétés du Nikkei en chute pour le 3^{ème} trimestre consécutif

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 a clairement un impact négatif sur les résultats des sociétés cotées qui affichent un déclin de -5.3% sur un an, tandis que les ventes enregistrent leur première chute depuis trois ans (-2.6%).

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 Sigismond Thalberg 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 reception@bbgi.ch - www.bbgi.ch