



18 mars 2020

Le Covid-19 pousse le Japon en récession avant les JO

Chute du PIB au T4 2019. Récession probable pour le semestre en cours. Nouvelles mesures exceptionnelles de soutien conjoncturel. Perspectives désormais positives pour le Nikkei.

Points clés

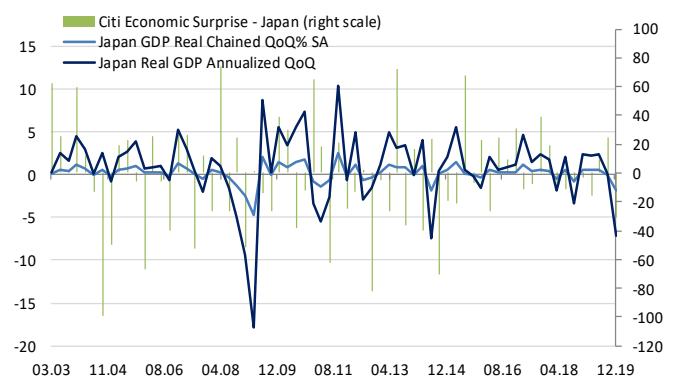
- Le PIB japonais s'est effondré avant la crise du Coronavirus
- Le Japon entrera très certainement en récession au 1er trimestre 2020
- Toujours plus de mesures gouvernementales de soutien conjoncturel
- Perte de pertinence des indicateurs avancés
- Excédent record de la balance commerciale japonaise en février
- Les ménages restent logiquement prudents
- La BoJ renforce ses rachats d'actifs face aux risques du Covid-19
- La baisse du yen doit se poursuivre en 2020
- Opportunité de repositionnement sur le Nikkei

Le PIB japonais s'est effondré avant la crise du Coronavirus

Le PIB réel japonais du quatrième trimestre 2019 chutait déjà de -1.8% après un troisième trimestre en très faible croissance (+0.1%). La croissance réelle annualisée était alors de -7.1% avant même l'éclatement de la crise du Coronavirus qui a également touché l'archipel en début d'année 2020. Le Japon a augmenté sa taxe à la consommation de 8% à 10% en octobre, ce qui constituait la première hausse depuis cinq ans et qui a affecté la composante consommation du PIB en baisse de -2.8%. Dans un contexte conjoncturel aussi fragile et peu encourageant pour le début d'année, le Japon a été touché durement ensuite par la crise du Coronavirus.

Les investissements publics et les dépenses d'investissement ont ralenti, partiellement compensés par une relativement bonne tenue de la consommation privée. La croissance des dépenses publiques était limitée à +0.7%, tandis que les dépenses en biens d'équipement chutaient de -4.6%. L'économie japonaise était donc déjà dans une situation d'extrême fragilité lorsqu'elle a été frappée par la crise sanitaire en Chine en ce début d'année.

PIB (trimestriel et annuel)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Le Japon entrera très certainement en récession au 1er trimestre 2020

La contraction massive de l'activité en Chine au 1^{er} trimestre, qui pourrait bien faire chuter le PIB chinois à +1% sur un an, touche depuis plusieurs semaines le Japon. La Chine est le premier partenaire commercial du Japon et les touristes chinois sont aussi les principaux voyageurs visitant le pays. L'économie chinoise à l'arrêt et l'interdiction de voyager toucheront durement l'économie japonaise au 1^{er} trimestre 2020. L'évolution exponentielle des cas de Covid-19 a également freiné le tourisme international avant que des mesures gouvernementales plus sévères ne stoppent totalement les flux de population en mars. Dans ce contexte difficile pour le PIB

du 1^{er} trimestre en cours, une récession japonaise est désormais plus que probable après un dernier trimestre 2019 déjà négatif. Même dans l'éventualité d'un impact limité de l'épidémie de Covid-19 sur la croissance japonaise, le pays ne devrait pas être en mesure d'écarter un scénario de récession dans les prochains mois. Une récession technique au 1^{er} trimestre est pratiquement certaine et les chances d'enregistrer une croissance sur l'ensemble de l'année semblent désormais plus faibles. La troisième économie du monde pourrait bien ainsi enregistrer sa plus forte contraction économique depuis plus de cinq ans, les risques de récession sur l'ensemble de l'année sont estimés à 75%. Les effets du Covid-19 sur les principaux partenaires économiques chinois doivent encore être mesurés, mais la pression reste pour l'instant significative alors que la hausse du yen, recherché comme monnaie refuge pendant la crise financière en cours, continuera d'affecter négativement la compétitivité des exportations japonaises déjà mises à mal par la baisse de la demande internationale. Le ralentissement conjoncturel attendu en Europe et aux Etats-Unis dans le contexte récent des mesures de confinement partiel ou total pris par les différents états aura également des effets tangibles sur la demande de produits japonais et sur les échanges commerciaux avec le Japon. Les exportations japonaises ne devraient donc pas pouvoir se redresser rapidement au 2^{ème} trimestre dans cet environnement international encore négatif. La consommation qui s'était plutôt bien tenue pendant cette période ne manquera pas d'être affectée par la décision du premier ministre Abe de fermer temporairement les écoles et de restreindre les activités sociales dans le pays et les diverses mesures de confinement déjà prises. La récente chute des cours du brut sera un facteur positif pour l'économie japonaise largement dépendante de ses importations de pétrole, mais elle ne devrait pas avoir d'impact significatif sur la consommation des ménages et l'investissement. La baisse du pétrole ne soutiendra donc pas la croissance japonaise, même si elle sera favorable à la balance commerciale.

Toujours plus de mesures gouvernementales de soutien conjoncturel

Le gouvernement de Shinzo Abe avait déjà annoncé des mesures pour tenter de stimuler l'économie en fin d'année 2019. Celles-ci devaient représenter un peu plus de 13 trillions de yens, soit environ 2% du PIB japonais. Ces mesures concernaient principalement des projets d'infrastructure. Compte tenu de la gravité des effets induits par la crise du Coronavirus, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de soutien se montant à 1.6 trillions de yen. Il s'agit d'un plan d'urgence destiné à supporter les petites et moyennes entreprises qui rencontreraient des difficultés face à la chute de leurs

chiffres d'affaires pour les aider à faire face aux besoins de liquidités à court terme en leur octroyant des facilités de paiement ou des prêts. Nous estimons toutefois que de nouvelles mesures budgétaires et fiscales devraient probablement être ajoutées à celles déjà annoncées afin de contrer les effets déjà visible sur la production industrielle et sur le PIB.

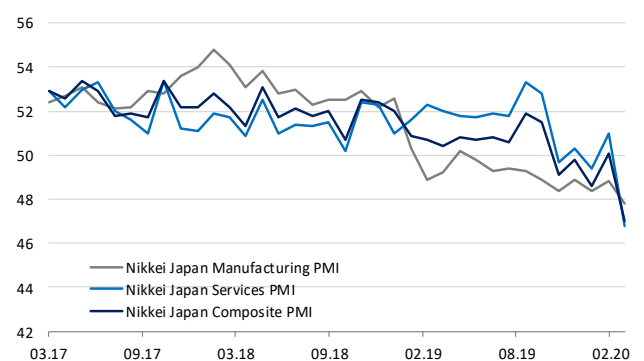
La production industrielle pourrait s'effondrer au 1^{er} trimestre

Les derniers chiffres publiés pour la production industrielle en janvier (+1%) laissaient espérer une légère amélioration après un dernier trimestre 2019 difficile. Ces premiers résultats positifs pouvaient permettre à l'économie japonaise d'envisager une relance en début d'année qui aurait pu lui permettre d'éviter une récession au 1^{er} trimestre. Cette perspective a été totalement réduite à néant depuis l'émergence de la crise du Coronavirus qui est venue frapper également le Japon. La production industrielle pourrait s'effondrer au 1^{er} trimestre et ne reprendre que lentement au second semestre, lorsque la demande internationale se relevera progressivement.

Perte de pertinence des indicateurs avancés

Pas beaucoup plus de raisons d'être optimiste à la lecture des indicateurs avancés du mois de février (47.8) dans le secteur manufacturier, qui poursuivent logiquement dans ce contexte une tendance baissière débutée en février 2018. La situation se dégrade très rapidement dans le secteur des services avec une chute de 51 (janvier) à 47 en février de l'indice Nikkei/Markit Japan Services PMI Business Activity.

Indices PMI



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les indicateurs avancés s'effondrent donc logiquement toujours plus nettement en dessous du seuil de croissance de 50. Il est même relativement étonnant que ces mesures de confiance publiées en mars ne montrent pas encore une inquiétude plus importante de la part des directeurs d'achat,

alors même que les effets immédiats de la crise du Covid-19 étaient clairement connus et que les impacts durables semblaient aussi prévisibles. Dans le contexte actuel et en l'absence de visibilité en ce qui concerne l'évolution de la pandémie, les indicateurs avancés PMI ont clairement perdu, pour l'instant, toute pertinence prédictive.

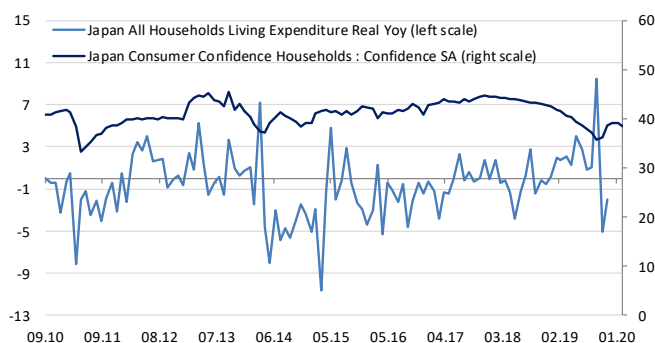
Excédent record de la balance commerciale japonaise en février

La balance commerciale japonaise bondit suite à la chute globale de -14% de ses importations et d'environ -50% des importations japonaises de Chine. Le résultat du commerce extérieur japonais a en effet dépassé 1100 milliards de yen en février, enregistrant ainsi son plus fort excédent des dix dernières années et grâce à une baisse de ses exportations limitées à -1%, nettement inférieure aux attentes de -4.2% des économistes. La chute des importations de produits en provenance de Chine aura des effets négatifs sur la production industrielle japonaise dans tous les secteurs et notamment dans l'automobile et l'électronique. La baisse de la production industrielle attendue pour les prochains mois continuera donc de peser sur les capacités et les probabilités de relance des exportations japonaises, dont le déclin dure désormais depuis quinze mois et qui subira encore ces prochains mois les effets négatifs de la chute probable de la demande en Europe et aux Etats-Unis, ainsi que la baisse de la compétitivité due à la hausse du yen.

Les ménages restent logiquement prudents

La confiance des consommateurs enregistre un nouvel accès de faiblesse en février et devrait encore sensiblement chuter en mars. La situation sanitaire semble cependant relativement sous contrôle au Japon, qui n'a enregistré que 1'400 cas et 25 morts à ce jour. En Chine, l'épidémie est aujourd'hui pratiquement jugulée alors qu'en Corée du Sud l'évolution de la maladie est également considérée comme favorable, le nombre de nouveaux cas étant passé en dessous de 100. La confiance des consommateurs pourrait ainsi s'améliorer rapidement avec l'évolution positive de l'épidémie en Asie et soutenir une relance de la consommation après une chute de -10.7% des ventes de détail sur un an en février. L'augmentation de la TVA au quatrième trimestre 2019 avait déjà perturbé sensiblement le comportement des consommateurs en fin d'année et la crise du Coronavirus a également provoqué des changements à court terme du processus de consommation. Nous anticipons une reprise de la consommation privée et publique au Japon au 2^{ème} trimestre.

Dépenses et confiance des consommateurs

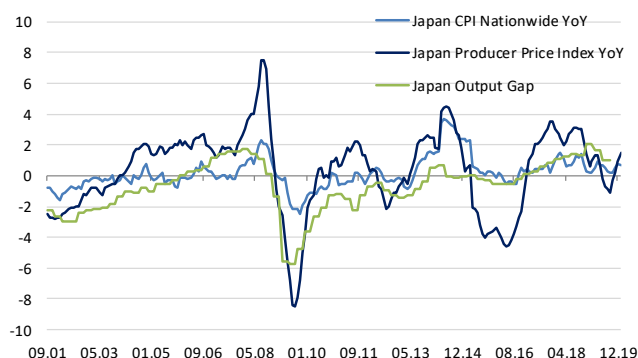


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La BoJ renforce ses rachats d'actifs face aux risques du Covid-19

La Banque centrale du Japon a décidé d'agir à son tour pour tenter de calmer le vent de panique qui touchait également les marchés financiers japonais en annonçant le doublement de ses achats d'ETF indiciels en actions japonaises, en portant à 13 trillions de yens, soit 112 milliards de dollars, par an le montant dédié à ces interventions. Cette mesure est la première annoncée pour renforcer son action de soutien de l'économie japonaise après l'éclatement de la crise du Coronavirus. La BoJ a également annoncé qu'elle augmenterait aussi ses rachat de dette d'entreprise de 2 trillions de yens jusqu'en septembre et qu'elle augmenterait ses prêts garantis de collatéraux de 8 trillions de yens. La banque centrale a agit dans l'objectif d'assurer la liquidité suffisante pour maintenir la stabilité des marchés financiers et éviter une détérioration additionnelle de la confiance déjà mise à mal par la crise sanitaire.

« Output gap » et Inflation (CPI et PPI)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

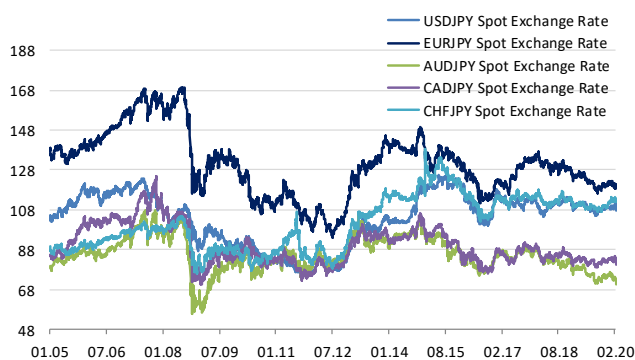
Les taux directeurs restent inchangés, mais la BoJ assure qu'elle fournira toute la liquidité nécessaire aux banques par son programme de rachat d'actifs. La BoJ n'a donc pas agit sur ses taux directeurs malgré les décisions de la Fed d'abaisser de 150 points de base ses propres taux directeurs à zéro.

La pression nous semble pourtant forte pour un nouvel abaissement des taux de la BoJ dont l'objectif reste d'affaiblir le yen.

La baisse du yen doit se poursuivre en 2020

Au cours des dernières semaines, les différentiels de taux d'intérêt à court terme entre le dollar US et les taux japonais se sont dramatiquement resserrés. La chute des taux directeurs en deux phases de 0.5% puis 1%, décidée dans l'urgence par la Réserve fédérale américaine et désormais à zéro et très proche du rendement nominal de -0.1% en vigueur pour l'instant au Japon. Le différentiel de taux nominaux encore très favorable au dollar il n'y a que quelques jours a donc fondu. Cependant en raison d'une inflation plus faible (+0.7%) au Japon et plus forte aux Etats-Unis (+2.3%), les rendements réels sont moins négatifs en yen qu'en dollar depuis peu. L'évolution du différentiel de rendements nominaux a d'abord fait bondir le yen de près de +10% contre dollar entre le 21 février et le neuf mars, avant d'être suivie d'une reprise du billet vert pendant la phase de chute massive des bourses qui a suivi. Le taux de change est finalement relativement inchangé depuis le début de l'année et proche de 108 yens pour 1 dollar. L'économie japonaise a besoin plus que jamais de retrouver une compétitivité indispensable à la relance de ses exportations mises à mal par la crise sanitaire mondiale. Le BoJ devrait relancer sa politique d'affaiblissement de la devise nippone en 2020.

Yen contre USD, EUR, AUD, CAD, CHF



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

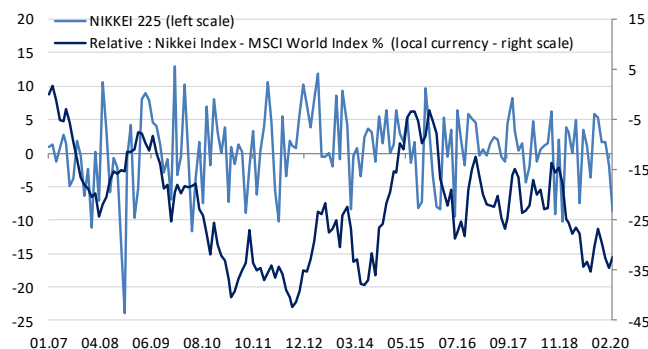
Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent fondamentalement baissières pour 2020.

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 nippone depuis le début de l'année contre dollar US devrait être suivie d'un prochain déclin.

Opportunité de repositionnement sur le Nikkei

Les ventes (-6.4%) et les profits (-4.6%) des sociétés japonaises ont chuté à la fin 2019 et ne devraient pas s'améliorer en début 2020. Le dernier sondage publié par Reuters auprès de 500 firmes importantes sur la situation des entreprises japonaises suggère désormais que près de 50% des sociétés japonaises ont été affectées par la crise du Coronavirus en constatant des baisses de chiffres d'affaires et des profits. Les deux tiers s'attendent à un impact croissant au cours des prochains mois à mesure que la pandémie développera des effets sur les autres économies internationales. La moitié des sociétés sondées confirment de sérieux impacts sur leurs chaînes de production. L'économie japonaise toujours très orientée vers les exportations a besoin d'un affaiblissement du yen, mais surtout d'une reprise du commerce mondial qui dépendra de la reprise de l'activité en Chine dans un premier temps, puis de la fin de la pandémie ensuite. Alors que l'activité semble en phase de reprise progressive en Chine après deux mois de crise, il n'est pas exclu que les économies européennes et nord-américaines puissent traverser leurs propres crises sanitaires dans de meilleures conditions. Dans ce contexte et suite à la correction de plus de -30% des valeurs cotées prenant en compte ces risques, il nous semble aujourd'hui que les actions japonaises offrent des opportunités de repositionnement intéressantes.

Indices Nikkei et MSCI World



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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
reception@bbgi.ch - www.bbgi.ch