



## Marchés : Gare à l'overdose d'optimisme après le QQE japonais

**Quelle place pour des surprises positives quand l'optimisme est déjà extrême ? Le taux de change USD/yen s'approche de la parité et le marché actions a déjà progressé de +62% !**

### Points clés

- Kuroda inscrit son QQE dans la ligne du programme d'Abe et surprend par son ampleur
- La BOJ veut rattraper son retard avec un QQE de 80 mrd. USD/mois, plus que celui de la FED
- L'USD/yen s'effondre et s'approche de 100
- Le Nikkei accélère sa hausse (+62%)
- Optimisme extrêmement élevé suite à ce plan
- Attention à la volatilité hors norme sur les JGB's
- Les objectifs de croissance et d'inflation seront pourtant très difficiles à atteindre
- L'objectif de 2% d'inflation a des effets pervers
- Attention au « reality check »
- C'est le moment de prendre des profits

### Quand le Japon essaye de dépasser le maître, il invente le QQE

Pour sa première conférence de presse en tant que nouveau gouverneur, M. Haruhiko Kuroda voulait frapper fort et convaincre de la détermination des autorités centrales japonaises à enclencher un virage important dans le style et la conduite de la nouvelle politique monétaire du Japon.

**L'objectif semble clairement atteint, ce dernier ayant très largement surpris l'ensemble des prévisionnistes sur l'ampleur de son nouveau plan de stimulation quantitative.**

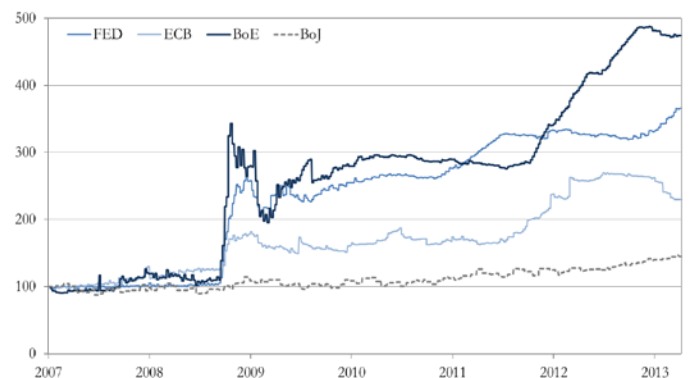
Le premier ministre Abe avait très vite montré le cap après son élection en rappelant la nécessité d'une action décisive et musclée pour sortir le pays de sa spirale déflationniste. Il avait annoncé un plan général visant à relancer la croissance économique (prévision de +2% en 2013 déjà) par une dépréciation massive du yen et un objectif de 2% d'inflation, qui devait être soutenu par une politique monétaire enfin plus expansive.

Il restait au nouveau gouverneur de la banque centrale fraîchement désigné d'être à la hauteur des ambitions du nouveau gouvernement.

**L'examen d'entrée semble donc réussi. En annonçant les détails de son programme, M. Kuroda s'est non seulement inscrit dans la ligne annoncée par M. Abe, mais il est allé sensiblement plus loin en surprenant les observateurs et en montrant sa volonté d'aller plus vite et plus haut qu'escompté.**

M. Kuroda aura fait preuve de créativité et d'audace dans son nouveau programme baptisé « Qualitative and quantitative monetary easing ». Un rien prétentieux peut-être toutefois dans sa qualification, l'avenir le dira. Le Japon s'était illustré il y a quelques décennies en montrant ses capacités à analyser, copier, puis améliorer la technologie occidentale, il tente cette fois peut-être avec la création d'un QE « qualitatif » de s'inscrire dans cette tradition. Mais le fait que le Japon se lance plus tardivement que les autres pays dans un programme quantitatif lui imposait la nécessité d'apparaître plus décisif et plus volontaire. En effet, la banque centrale japonaise avait jusqu'à ce jour été particulièrement timide en ayant moins recours que les autres banques centrales à cette arme absolue et efficace, désormais plus familière, qu'est le « quantitative easing ».

### Bilan des banques centrales 2007-2013 (base 100 en 2007)



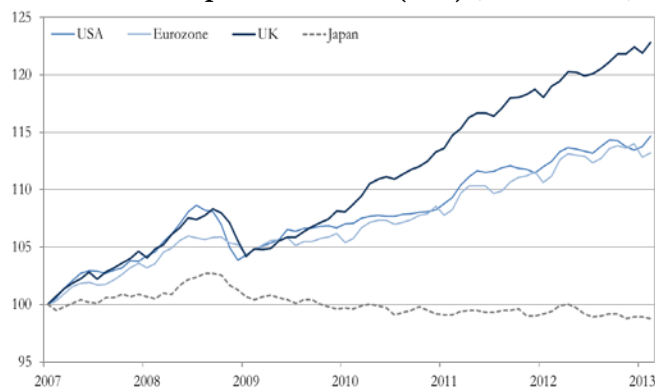
Sources : Bloomberg, BBGI Group

On observe effectivement que le bilan de la banque centrale du Japon n'avait pas progressé aussi rapidement que ceux des autres banques centrales entre 2007 et 2013.

**Quand le bilan de la BoE était presque multiplié par cinq et celui de la Réserve fédérale par quatre, celui de la BCE doublait, tandis que celui de la BoJ peinait à croître de moitié.**

La croissance des masses monétaires et des bilans des banques centrales a été accompagnée d'une progression de l'inflation dans tous ces pays, à l'exception du Japon qui est resté durant toute cette période en déflation et dont la monnaie s'est appréciée très largement contre le dollar, l'euro et la livre sterling.

#### **Evolution des prix – inflation (CPI) (base 100 en 2007)**



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Le changement annoncé de politique monétaire au dernier trimestre 2012 par le premier ministre M. Abe avait déjà produit des effets importants sur le marché des changes. Grâce à ce changement de cap politique et monétaire, le yen a enfin pu s'affranchir d'une tendance qui semblait pourtant presque immuable depuis le début de la crise financière.

**Après avoir subi une appréciation régulière de près de +40% contre le USD, le yen entrait enfin dans une période de correction qui pourrait même aujourd'hui sembler exagérée, à l'approche de la parité.**

#### **Evolution du taux de change USD/yen**



Sources : Bloomberg, BBGI Group

Le taux de change dollar/yen, qui avait commencé à subir quelques prises de profits bien naturelles en février, puis à la mi-mars après une hausse de +25%, a donc encore profité de l'annonce de ce QQE plus massif qu'attendu.

**Le yen a donc subi l'une de ses plus fortes baisses depuis 17 mois à l'annonce du plan de la Banque du Japon.**

**En retrouvant les faveurs des investisseurs, lui permettant une progression à 98.6, le yen s'approche pourtant de plus en plus du niveau de 100, qui devrait probablement constituer une zone de stabilisation, voire de consolidation.**

Il est probable que lorsque le taux de change atteindra ce niveau fatidique, des interventions de la FED et peut-être de la banque centrale de Chine, viendront freiner la tendance et stabiliser le yen. La chute de la devise japonaise a été particulièrement rapide et suffisamment profonde pour avoir des effets sur les équilibres économiques en Asie. La Chine devrait peut-être considérer qu'un tel mouvement lui est défavorable, tandis que la Corée devrait clairement être l'un des perdants de la nouvelle guerre des changes menée par les autorités japonaises.

#### **Le détail du plan peut-il relancer un nouvel intérêt des investisseurs ?**

Le nouveau plan de QQE s'inspire du plan précédent de QE de rachat d'actifs du gouverneur Shirakawa et du programme d'achat de dette gouvernementale, et va plus loin en introduisant un système de surveillance plus précis de l'efficacité du programme.

De ce fait, il n'a en tout cas pas de raison de décevoir les investisseurs, qui devraient être confortés dans leurs stratégies et satisfaits des mesures annoncées.

**Les objectifs opérationnels sont fixés différemment et mesurés désormais par l'évolution de la base monétaire.**

**Mais c'est l'ampleur des objectifs fixés de rachat d'obligations gouvernementales et d'actifs qui a plus clairement surpris favorablement les observateurs.**

**La banque centrale a l'intention de racheter deux fois plus de titres du gouvernement japonais que prévu pour un montant global de 190 trillions de yen d'ici la fin de 2014. Ceci représenterait près de 7 trillions par mois d'achats de titres de longues maturités, dans l'objectif d'allonger la maturité moyenne des positions détenues.**

En fixant comme objectif d'ici la fin de l'année de racheter entre 60 et 70 trillions de yen de titres, la banque centrale du Japon vise à doubler la taille de son bilan en deux ans.

**Cette stratégie devrait être maintenue aussi longtemps que l'inflation ne dépassera pas 2%.**

Il est tout d'abord naturellement difficile d'évaluer si cette politique pourra être suffisante pour produire l'inflation désirée, mais ensuite combien de temps elle devra être poursuivie pour atteindre l'objectif fixé. Il nous semble donc que la surprise soit effectivement positive, mais sa capacité à relancer durablement un nouvel intérêt des investisseurs restera à démontrer.

En effet, depuis deux trimestres, les investisseurs redécouvrent les actions japonaises et leur attribuent des perspectives de progression des cours, liées aux nouveaux espoirs de croissance et de relance économique induits par les changements de politiques annoncés par le premier ministre Abe, en particulier sur les secteurs exportateurs.

**Mais reste à prouver que ces anticipations ne seront pas un jour déçues.**

**En ce qui concerne le marché des actions japonaises en particulier, la hausse observée depuis la fin du mois de septembre 2012 est encore plus spectaculaire que la chute de la devise.**

L'indice Nikkei a ainsi progressé de +50% en six mois à peine en monnaies locales, tandis que la progression en USD se limitait à une hausse de +22% en raison de la baisse du yen.

**Indice Nikkei 225**



Sources : Bloomberg, BBGI Group

L'engouement des investisseurs nous semble aujourd'hui assez largement refléter les anticipations de reprise économique et de progression des bénéfices des sociétés japonaises exportatrices en particulier.

L'évolution des dernières journées de bourse en particulier laisse clairement entrevoir l'euphorie qui se développe et qui semble pourtant justifiée par des fondamentaux enfin prometteurs.

Mais justement, en dépassant temporairement le niveau de 13000 points sur le Nikkei et en enregistrant une hausse de +12% entre le 2 et le 5 avril, l'indice des 225 plus grandes valeurs japonaises témoigne plutôt selon nous d'un excès d'optimisme peut-être dangereux à moyen terme.

Le volume exceptionnel enregistré par la bourse japonaise de titres échangés le 5 avril indique aussi une forme d'accélération de l'engouement généralisé pour les actifs japonais en ce début de trimestre.

### **Attention : la volatilité exceptionnelle sur les JGB's ne présage rien de bon**

Les obligations gouvernementales japonaises font les frais à court terme de cette euphorie pour les actions japonaises.

Mais à l'annonce du plan du gouvernement japonais, les obligations gouvernementales avaient pourtant réagi positivement en enregistrant leur plus bas niveau depuis plus de dix ans. Les taux à 30 ans ont baissé jusqu'à 1.37% alors que les taux du « benchmark » à dix ans ont glissé de 0.55% jusqu'à 0.3% en quelques minutes. L'annonce de rachats plus massifs qu'escomptés sur la partie longue de la courbe des taux a effectivement poussé les spéculations et rapidement fait chuter les taux longs à des niveaux historiques.

**Mais après ce premier mouvement positif, le marché des obligations japonaises gouvernementales a subi ce dernier vendredi l'une de ses plus fortes volatilités, en chutant à 0.3%, puis en revenant rapidement au-dessus de 0.6% tandis que les cours étaient interrompus à deux reprises.**

**Benchmark JGB 10 ans**



Sources : Bloomberg

## Cette volatilité ne présage selon nous rien de positif pour le marché des taux japonais.

Rappelons que de tels mouvements de taux semblent à priori très faibles, mais lorsqu'ils sont exprimés en termes de volatilité, ceux-ci sont tout à fait extrêmes. Les modèles de risque traditionnellement utilisés ne mettront pas longtemps à intégrer ces nouveaux éléments et pourraient considérer que la volatilité récente du marché obligataire gouvernemental japonais n'est pas en adéquation avec les évaluations historiques et ne correspond pas aux attentes et capacités de prise de risque souhaitées. Il est aussi intéressant de constater que l'évolution des taux a été relativement hétérogène et que des divergences sensibles ont été relevées entre les marchés « cash » et les « futures ». La banque centrale japonaise a certainement été particulièrement active pour tenter de calmer cette volatilité, mais elle aura du mal à courir après deux lièvres à la fois.

## Risques élevés de déception sur tous les fronts

La nouvelle équipe au pouvoir au Japon semble en tout cas faire preuve d'une détermination et d'une force de conviction qui tranche avec les précédentes. Les marchés financiers ont pris acte et ont réagi jusqu'à présent avec un enthousiasme grandissant à toutes les mesures annoncées et promesses effectuées.

## Mais viendra prochainement l'heure du « reality check » après cette période de confiance en l'avenir radieux promis.

Le FMI campe sur ses positions et attend sans doute plus d'actions concrètes et de changements réels pour rehausser significativement sa prévision de croissance pour le Japon en 2013. L'objectif de hausse de l'inflation de 2% par la dépréciation du yen semble en effet difficile à atteindre dans un contexte de croissance économique japonaise toujours faible.

## Le vrai problème du QQE japonais réside dans son objectif de création d'inflation et des risques associés sur son marché obligataire en cas de succès.

Il est vrai que le QQE japonais est particulièrement musclé en comparaison à celui des Etats-Unis. Car ce plan visant à racheter l'équivalent d'environ 81 milliards de USD de titres par mois, soit à peu près le même effort que celui entrepris par la FED, est donc bien plus important lorsqu'il est rapporté à la taille de son économie. Mais l'une des grandes différences des deux stratégies réside dans leurs objectifs respectifs. Dans le cas des Etats-Unis, le QE doit permettre une reprise de la croissance et de l'emploi. L'inflation sera peut-être une résultante, mais elle n'est clairement pas annoncée comme un objectif en soi. Dans le cas japonais, c'est l'inverse, la politique vise à créer de l'inflation et espérer une reprise économique soutenue par la baisse du yen et une hausse de la compétitivité internationale.

Le niveau actuel de dette du gouvernement japonais correspond à 250% de son PIB, l'un des plus importants ratios des pays industrialisés. Le service de cette dette représente près de 25% des revenus du gouvernement.

Par conséquent, si dans le cas des Etats-Unis on peut espérer une relance peut-être accompagnée d'inflation, ce qui serait finalement dommageable au marché obligataire US, dans le cas du Japon les effets peuvent être immédiatement dramatiques.

## Le QQE japonais pourrait avoir l'effet pervers de provoquer des ventes massives d'obligations gouvernementales désordonnées et difficiles à absorber par la BoJ, ce qui induirait un risque de hausse de taux et du futur coût de financement de son endettement pour le Japon.

Ce qui semblait être une évidence à l'annonce du plan de M. Kuroda ne l'est peut-être pas tant que cela.

## Finalement, le QQE japonais ne sera probablement pas si « qualitative » qu'annoncé.

Dans le doute, ne faudrait-il pas s'abstenir et prendre quelques profits ? Une stratégie qui sera certainement largement suivie dans les prochaines semaines.

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 no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch