



## Le gouvernement japonais a-t-il raison d'être plus optimiste ?

La stratégie de revitalisation du Japon devrait relancer l'intérêt des investisseurs et pousser le marché actions à la hausse... même si l'efficacité de certaines mesures reste incertaine.

### Points clés

- Après une année de stagnation, la bourse japonaise pourrait enfin repartir à la hausse
- Après la chute de la devise et un certain succès sur le plan de l'inflation, la croissance s'essouffle
- Diminution des effets négatifs de la TVA
- Reprise économique attendue au 3<sup>ème</sup> trimestre
- L'annonce d'une nouvelle stratégie de revitalisation du Japon était attendue
- Dix mesures pour exploiter de nouveaux potentiels et renforcer l'offre et la productivité en agissant au niveau fiscal, sur l'emploi, dans le secteur agricole, la santé, la gouvernance et l'esprit d'entreprise
- La réforme du GPIF pourrait agir comme un QE additionnel indirect
- Hausse de la demande de titres japonais et de l'indice Nikkei à 18'000

### Après une année de stagnation, la bourse japonaise pourrait enfin repartir à la hausse

Depuis la nomination du Premier ministre japonais M. Abe en 2012 et celle du président de la banque du Japon M. Kuroda en 2013, le Japon est enfin entré dans une nouvelle phase d'expansion économique (PIB +6.7% annualisé au 1<sup>er</sup> trimestre 2014), essentiellement due au changement radical de politique monétaire adopté.

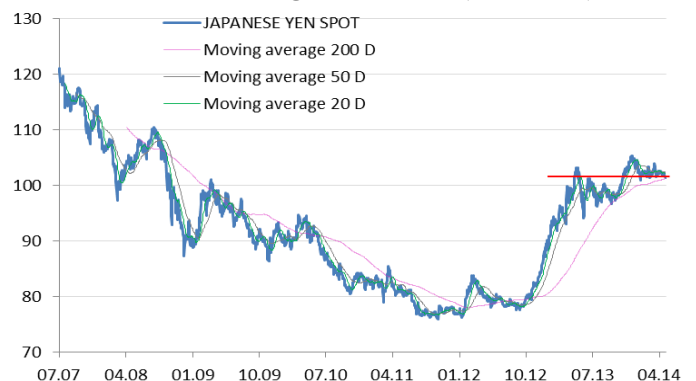
La nouvelle stratégie du gouvernement voulait provoquer une relance économique par la dépréciation du yen et un retour de l'inflation à un niveau objectif de 2%.

Pour mettre en œuvre cette stratégie, le Japon adoptait alors une nouvelle politique baptisée « Qualitative Quantitative Easing » et suivait ainsi les politiques de soutien économique du même type déjà appliquées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni notamment.

La baisse du yen de -30% contre dollar et la hausse du marché actions de +80% en six mois (décembre 2012 à mai 2013) ont été les premiers effets concrets du revirement de stratégie du gouvernement et de la nouvelle politique monétaire nipponne.

Au 2<sup>ème</sup> trimestre 2013, nous émettions toutefois quelques doutes en ce qui concernait la capacité de l'économie japonaise à surprendre encore positivement des investisseurs, qui nous semblaient alors particulièrement euphoriques. Il est vrai que le plan de soutien japonais était alors ambitieux et estimé à près de 80 milliards de dollar par mois, ce qui représentait à peu près le même type d'engagement que celui décidé par la Réserve fédérale américaine. Mais après une chute massive du yen et une progression historique des actions japonaises en anticipation des résultats de ces nouvelles politiques, le moment nous semblait propice à l'émergence d'une phase de doute dans l'attente de la réalisation concrète des espoirs engendrés. Depuis le 2<sup>ème</sup> trimestre 2013, à l'approche du niveau de 100 yen pour 1 dollar, nous suggérons déjà qu'une phase de stabilisation devait probablement se mettre en place sur la devise japonaise.

**Taux de change USD/Yen (2007-2014)**



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

C'est effectivement ce qui s'est produit, comme en témoigne le graphique ci-dessus. Après une dépréciation

initiale de -30%, le taux de change s'est stabilisé entre 95 et 105 yen et se situe aujourd'hui à 101.5, soit son niveau de fin mai 2013. Le yen semble donc avoir trouvé un nouveau point d'équilibre depuis un an et les résultats économiques du Japon pourraient bien être déjà suffisants pour éviter une nouvelle dépréciation.

**Mais après cette longue période de calme et un environnement globalement plus positif pour le dollar, le yen devrait pourtant probablement subir un nouvel accès de faiblesse et retrouver son niveau de 110 yen/dollar, qui prévalait juste avant l'éclatement de la crise financière en 2008.**

**Cette prochaine baisse devrait ainsi apporter une contribution supplémentaire en termes de compétitivité et soutenir la reprise en cours de l'inflation importée.**

La corrélation relativement forte observée pendant la période 2007-2014 entre l'évolution de la devise nipponne et le comportement du marché des actions japonaises devrait rester importante et avoir un impact positif sur ce dernier au cours des prochains mois.

Les actions japonaises sont en effet également entrées dans une phase de consolidation horizontale pendant la même période, dans l'attente de résultats économiques plus concrets pouvant justifier une nouvelle phase d'appréciation des cours.

Mais au-delà de ces résultats économiques, c'est aussi l'attente de décisions plus majeures qui devraient être prises par le gouvernement et l'absence d'annonce de réformes structurelles jugées essentielles au développement à long terme de l'économie japonaise, qui a retenu les investisseurs de s'engager plus nettement. Le Japon doit en effet intensifier ses réformes structurelles et budgétaires pour que la croissance puisse s'affranchir du soutien de la politique monétaire.

### Marchés actions japonais – Nikkei 225 (2007-2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**De nouvelles réformes pourraient donc provoquer, conjointement à une baisse de la devise, une nouvelle progression des actions japonaises de +15% à +20% pour retrouver un niveau de 18'000 sur l'indice Nikkei qui prévalait avant la crise.**

Le nouvel optimisme affiché par le gouvernement japonais et la banque centrale japonaise sur l'état de santé de l'économie japonaise après un second trimestre en demi-teinte pourrait donc bien être justifié, mais les défis sont importants pour permettre à la demande intérieure de croître suffisamment.

### **Retour de la croissance et de l'optimisme après un 2<sup>ème</sup> trimestre sans doute décevant**

Le gouvernement nippon révisait il y a quelques jours pour la première fois depuis six mois son appréciation de la situation économique au Japon. L'annonce d'une hausse de la TVA au 1<sup>er</sup> avril de 5% à 8% avait dans un premier temps dopé la consommation avant de provoquer une baisse de la demande en réaction en avril (baisse des dépenses des ménages de -4.6% et contraction de -2.5% de la production industrielle) et une hausse de l'inflation de +3.2%. Le gouvernement japonais constatait sur ce point une diminution des effets négatifs induits et une amélioration déjà sensible du climat de consommation. Au Japon, la consommation représente environ 60% du PIB, et les signes de reprise des secteurs électroménagers, matériels électroniques et automobiles sont jugés encourageants. Mais son appréciation de la situation des exportations et de la production industrielle est restée inchangée, justifiant selon nous également un peu plus la nécessité et la probabilité d'une nouvelle faiblesse du yen.

Les effets négatifs de la TVA sont toutefois jugés temporaires et on devrait plutôt assister à une reprise de la croissance en cours pour le 3<sup>ème</sup> trimestre grâce à un rebond de la demande intérieure.

Mais pour l'heure, les indicateurs de surprise économique calculés pour le Japon restent très incertains. L'indice publié par Nomura notamment s'inscrit toujours en tendance négative depuis son point haut de juillet 2013. Il montre ainsi encore en juillet 2014, que les statistiques économiques publiées continuent de décevoir les investisseurs.

**Cela dit, le niveau de déception est aujourd'hui historiquement important et se situait en mai proche des niveaux extrêmes observés depuis 2004, indiquant probablement un prochain renversement de tendance.**

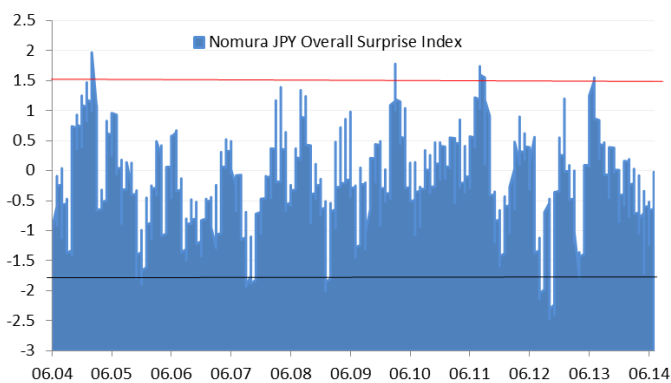
Les attentes restaient sans doutes trop élevées au regard des résultats publiés ces derniers mois. Pourtant, les

médias se sont largement fait les échos de la progression généralisée des doutes concernant les chances de succès des « Abenomics ». Dans le même temps, les risques d'affaiblissement de la demande intérieure liés à la hausse de la TVA ont aussi motivé quelques révisions négatives des perspectives de croissance du PIB japonais.

Du côté de la banque centrale du Japon, la politique monétaire est restée inchangée et l'engagement fixé en avril 2013 d'injecter 70 trillions de yen de nouvelles liquidités par an est ainsi maintenu. Sa vision de la situation conjoncturelle est optimiste en raison du caractère temporaire du ralentissement en cours lié au fléchissement de la demande intérieure. La BoJ conserve un objectif de croissance de 1.5% pour 2015 et 1.3% pour 2016 et poursuivra ses injections de liquidités aussi longtemps que l'inflation ne dépasse durablement 2% par an.

**Par conséquent, il nous semble qu'un potentiel de surprises positives soit désormais de plus en plus élevé. Les nouvelles grandes mesures annoncées par gouvernement Abe pourraient donc bien surprendre par leur efficacité à court et moyen terme.**

### Indicateur de surprise économique Nomura Japon



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### **Gros plan sur la nouvelle stratégie de croissance dévoilée par le gouvernement**

Le premier ministre Shinzo Abe dévoilait il y a quelques jours les détails d'une nouvelle stratégie de croissance visant à compléter ou ajuster le train de mesures contenu dans la « troisième flèche » de l'Abenomics, qui avait déçu les marchés financiers après les premiers succès obtenus par les deux premières flèches de sa politique, qui avaient elles atteint leur cible en relançant effectivement l'économie.

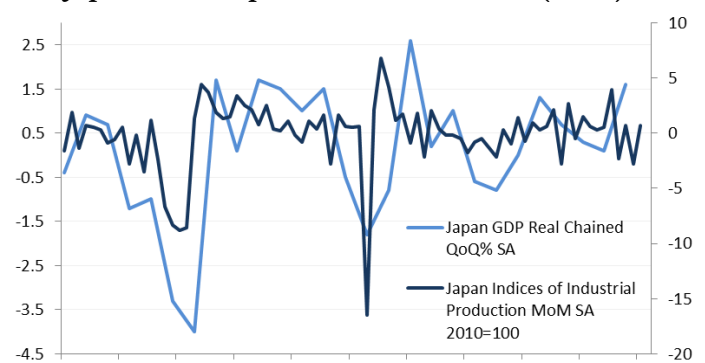
Dans l'attente d'un second souffle pour l'économie japonaise, ces mesures étaient considérées comme trop

générales et sans réelle portée à long terme et devaient être amendées rapidement ou renforcées par le gouvernement pour convaincre les investisseurs. Cela aura pris du temps mais c'est désormais chose faite.

**Dix réformes majeures ont ainsi été annoncées comme des mesures clés devant améliorer la compétitivité du Japon et l'efficacité de son économie.**

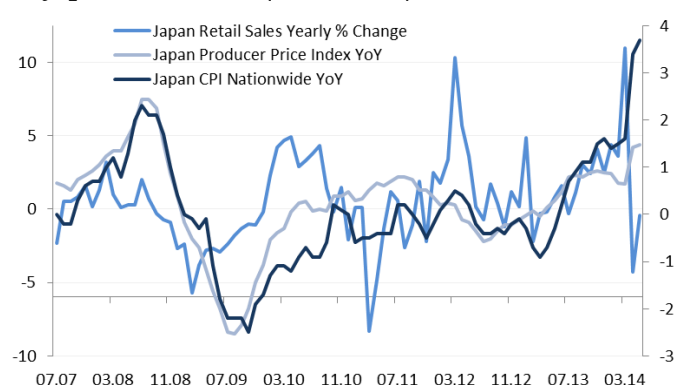
L'annonce de ces réformes intervient au moment où la production industrielle et le PIB montrent des signes d'amélioration et que le rebond de l'inflation à 3% a déjà provoqué un impact négatif sur les ventes de détail.

### Japon - PIB et production industrielle (m/m)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

### Japon - Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

On peut donc estimer que le « timing » de cette communication intervient au bon moment, reste à vérifier si ces mesures sont cette fois plus adaptées et enfin susceptibles de provoquer un nouvel élan économique durable au Japon.

**La stratégie détaillée vise donc à exploiter de nouveaux potentiels en renforçant l'offre et la productivité en agissant au niveau fiscal, sur l'emploi, dans le secteur agricole et la santé, la gouvernance et l'esprit d'entreprise sans oublier une nouvelle forme de QE encore inexploité qui sera**

**certainement la résultante de la réforme du Fonds d'investissement gouvernemental de retraite (GPIF).**

**Le taux d'impôt des sociétés pourrait être abaissé de 35% à 20% dans les prochaines années,** favorisant ainsi l'investissement des entreprises et notamment le secteur manufacturier. Le taux d'imposition était, avec la force du yen, l'un des principaux freins au développement des entreprises nipponnes.

En ce qui concerne la question de la faible natalité et du vieillissement de la population, le gouvernement proposera **des mesures qui renforceront la participation de la main d'œuvre féminine pour contrecarrer la diminution de la population active.** Le Japon est l'un des pays développés où le taux de participation des femmes au marché de l'emploi est le plus faible. Selon certaines estimations, si le taux d'emploi se rapprochait de celui de l'Europe, près de 3 millions de travailleuses pourraient intégrer le marché du travail.

Dans le domaine agricole, le Japon a la capacité de doubler sa production de riz notamment ce qui pourrait aussi doper ses exportations. Mais c'est avant tout le coût élevé des produits agricoles - en raison de droits de douane importants - qui grève le pouvoir d'achat des ménages. La proposition **d'abolition de certaines taxes avec l'entrée en vigueur du Trans-Pacific Partnership Agreement (TPP)** serait ainsi profitable à la consommation, mais elle pourrait aussi contribuer à favoriser l'intégration des PME de l'économie japonaise dans l'économie mondiale.

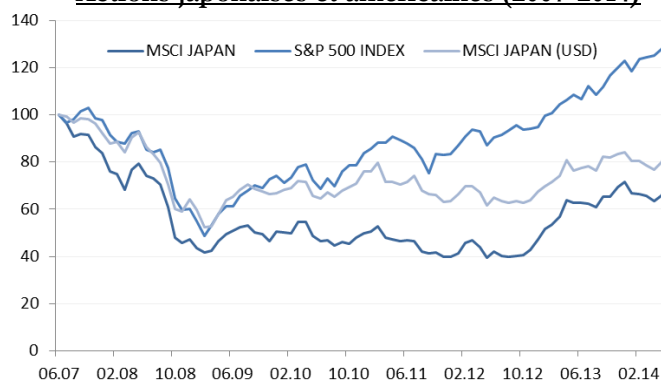
**Les propositions touchant le secteur de l'énergie sont encore plus importantes et ambitieuses en s'attaquant sérieusement aux coûts de l'électricité.**

Trois axes de développements majeurs, la création de l'Organization for Cross-regional Coordination of Transmission Operators (OCCTO) permettant d'améliorer les connections des réseaux électriques japonais, de supprimer des monopoles de producteurs d'électricité et finalement de séparer les activités de production de celles d'acheminement de l'électricité.

Mais le volet qui aura le plus d'effet à court terme sur les marchés financiers est celui qui concernera **la réforme du Fonds d'investissement gouvernemental de retraite (GPIF).** Ce fonds est l'un des plus importants fonds de pension du monde et sert de « benchmark » aux autres fonds de pensions japonais. Il représente environ 1.2 trillions de dollars d'actifs essentiellement investis aujourd'hui dans des obligations gouvernementales japonaises. Cette stratégie de placement orientée sur une extrême prudence pourrait bien être modifiée cet automne. La décision ne semble pas encore prise formellement, mais il est probable qu'une réforme du GPIF modifie l'allocation d'actifs stratégique en abaissant très significativement la proportion d'obligations au profit d'obligations internationales, d'actions japonaises ou d'actions internationales et peut-être même d'autres actifs financiers.

**Un tel changement de stratégie aura des répercussions sensibles sur la demande de titres japonais. Les actions japonaises pourraient donc bien entrer à nouveau dans une phase de surperformance après avoir sous-performé les actions américaines de 55% à 72% entre 2007 et 2014.**

#### Actions japonaises et américaines (2007-2014)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

#### **Conclusion**

**La stratégie de revitalisation du Japon devrait relancer l'intérêt des investisseurs pour les actions nipponnes et pousser le marché à la hausse... même si l'efficacité de certaines mesures reste incertaine.**

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