



## Marchés : Fin du « bear market » japonais sur les actions ?

**La nouvelle stratégie du gouvernement Abe suscite de nouveaux espoirs de retour à la croissance au Japon et motivera un nouvel intérêt des investisseurs internationaux**

### Points clés

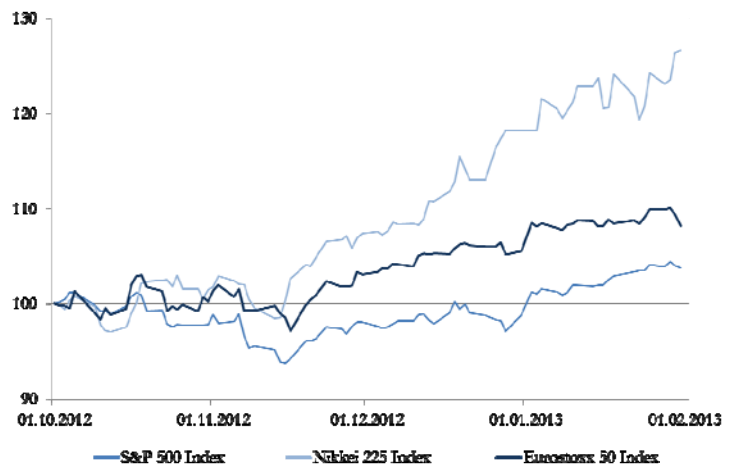
- Un nouveau leadership proactif au Japon
- Politique monétaire plus expansive
- Politique délibérée de dépréciation du yen
- Nouveaux espoirs et perspectives de croissance proches de +2% en 2013
- Hausse des profits estimée à +30% en 2013
- Normalisation des allocations relatives dans les stratégies actions internationales
- Retour des investisseurs internationaux et hausse des flux de fonds
- Nouvelle progression significative des actions japonaises en 2013

### Réaction spectaculaire des marchés financiers au quatrième trimestre 2012

L'élection de M. Abe et les nouvelles perspectives suscitées par les déclarations d'intention du gouvernement en faveur d'une politique résolument plus active en faveur de l'économie japonaise ont déjà modifié sensiblement la perception des investisseurs en quelques semaines. En indiquant notamment que le nouveau gouvernement poursuivrait une politique délibérée de relance de l'inflation et de dépréciation de la devise japonaise pour relancer la croissance, le premier ministre Abe a clairement indiqué la voie que suivrait son administration au cours des prochaines années. En fixant à 2% son objectif d'inflation et en indiquant également qu'il ferait pression sur la banque centrale japonaise pour qu'elle adopte une politique plus proactive et plus dynamique, il donne une réponse attendue par les électeurs japonais en quête d'un nouveau leadership plus engagé en faveur de l'économie.

Les marchés financiers ne s'y sont pas trompés et ont très largement réagi en faisant tout d'abord chuter le yen de -10% au cours du dernier trimestre 2012 et de -6.6% en janvier 2013. Le marché des actions japonaises a aussi largement bénéficié de ce changement de perception en bondissant de +18%, puis de +8% en janvier et dépassant ainsi aisément le niveau maximum de sa bande de fluctuation observée entre 2011 et 2012 (environ 10'000 points sur l'indice Nikkei).

### Performances actions (Japon-USA-Europe) 30.09.2012 - 31.01.2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La devise japonaise avait déjà chuté d'environ -10% en début d'année dans l'espoir de voir la BoJ changer de politique monétaire. Ces premiers espoirs avaient pourtant rapidement été déçus faute d'action convaincante.

**Désormais, avec le changement de gouverneur de la banque centrale en avril 2013, les espoirs renaissent et semblent clairement plus sérieux.**

La banque centrale du Japon devrait donc très prochainement mettre en œuvre une stratégie de rachat massif de dette gouvernementale japonaise, financée comme aux Etats-Unis par une création monétaire illimitée, dont les effets sur la devise japonaise devraient être clairement négatifs.

### **La banque centrale japonaise devrait donc, en 2013, être l'une des banques centrales les plus actives.**

Elle joindra le club, désormais de plus en plus ouvert, des banquiers centraux poursuivant des politiques monétaires ultra accommodantes. Le bilan des six banques centrales principales (Etats-Unis, Chine, Eurozone, Royaume Uni, Japon et Suisse) dépasse désormais 14 trillions de dollars US. Depuis le début de la crise, le bilan total de ces banques centrales a progressé de 8 trillions de dollars US, dont 1.4 trillions en 2012 seulement.

Alors que l'activité de rachat de dette du trésor US pourrait déjà diminuer en 2013, on assistera donc certainement à un regain d'activité des autres banques centrales et de celle du Japon en particulier, créant ainsi toujours un environnement plus favorable à un retour de l'optimisme et de la croissance mondiale.

### **Une économie japonaise en difficulté soutenue par un programme ambitieux**

Les derniers indicateurs conjoncturels japonais pointent toujours sur une économie en récession. L'indice d'activité industrielle a chuté à son plus bas niveau depuis 2009 et ne semble pas encore bénéficier de la reprise conjoncturelle observée aux Etats-Unis et dans les marchés émergents en fin d'année 2012.

**La force du yen depuis le début de la crise en 2007 a certainement été jusqu'à récemment l'un des facteurs principaux de faiblesse de l'économie nippone, en proie à une déflation difficile à combattre, en raison d'un conservatisme de la politique monétaire suivie par la banque centrale, inadaptée à une telle situation.**

La nouvelle politique de la banque centrale du Japon n'est pour l'heure pas encore précisément définie, puisqu'une nouvelle équipe sera nommée par le nouveau gouvernement en avril. Entre temps, l'équipe en place a révisé l'ampleur du programme de rachat d'actifs en cours (APP Asset Purchase Programme). En 2013, après ajustements, la BoJ rachètera finalement plus de 100 trillions de yen de bons du trésor et de dette gouvernementale à long terme. Il n'est pas exclu que la

nouvelle équipe décide rapidement de compléter le programme en 2013 avant de l'étendre en 2014.

**Parallèlement, l'objectif d'une inflation à 2% semble difficile à atteindre, mais la politique menée devrait au moins être rapidement négative pour la devise japonaise, ce qui contribuera à relancer l'inflation importée dans l'archipel.**

Le nouveau gouvernement s'est aussi engagé à entreprendre toutes les réformes nécessaires pour relancer l'économie durablement. Les efforts devront porter tant sur la recherche et l'innovation que sur des réformes structurelles, institutionnelles et fiscales. Un chemin qui devrait être long, mais qui semble déjà salué par les investisseurs, désormais peut-être plus optimistes sur les chances de succès à long terme d'une nouvelle politique plus concertée entre le gouvernement et sa banque centrale. Il faut rappeler que le gouvernement Abe n'a par ailleurs pas attendu longtemps avant d'annoncer également qu'il injecterait des sommes conséquentes rapidement dans des travaux publics et projets gouvernementaux.

**L'économie japonaise entrera peut-être enfin en 2013 dans une nouvelle ère d'expansion après vingt années de relative stagnation.**

Mais le fait marquant de ces derniers mois est sans aucun doute la nouvelle faiblesse de la devise japonaise, qui intervient après cinq années d'appréciation systématique ayant étranglé l'industrie exportatrice japonaise.

**Une amélioration de la compétitivité des secteurs exportateurs au moment où le cycle conjoncturel semble s'accélérer en Asie devrait avoir un effet positif en 2013 sur l'activité au Japon.**

### **Amélioration des perspectives économiques et hausse de 35% des bénéfices des sociétés en 2013**

La priorité du nouveau gouvernement vise donc à revitaliser l'économie japonaise, dont les mesures d'urgence annoncées ne sont sans doute que le début d'une stratégie de plus longue haleine, mais dont les effets attendus sur la croissance sont pourtant déjà évalués à +2% en 2013. Ils pourraient ainsi représenter une création de 600'000 emplois, soit environ 20% du total actuel estimé de demandeurs d'emploi.

**Dans un tel contexte, la production industrielle japonaise, ainsi que les secteurs exportateurs, pourraient rapidement montrer des signes de retournement de tendance.**

Globalement, une poursuite de la baisse du yen pourrait renforcer la capacité des sociétés japonaises à augmenter leurs profits.

**Une hausse de +30% à +35% des bénéfices pourrait se matérialiser en 2013 et soutenir le marché des actions.**

**Le marché japonais aurait ainsi l'une des plus fortes progressions attendues des résultats des pays industrialisés et des marchés émergents.**

Alors que la croissance des bénéfices ne serait que d'environ +5 à +10% aux Etats-Unis, +10% en Europe et environ +10 à +15% dans les marchés émergents, la croissance possible des profits de +30% au Japon semble effectivement particulièrement impressionnante en comparaison. Ces nouvelles estimations sont naturellement dépendantes des avancements réels des politiques annoncées.

**D'autre part, les profits des entreprises dans de nombreux pays développés sont à nouveau proches de ceux observés avant la crise en 2008, tandis qu'ils se situent toujours environ 40% en moyenne en-dessous de ces niveaux au Japon.**

**La croissance des bénéfices au Japon devrait donc être l'un des principaux moteurs de la revalorisation du marché des actions japonaises en 2013.**

### Revalorisation des actions japonaises et repositionnement des investisseurs

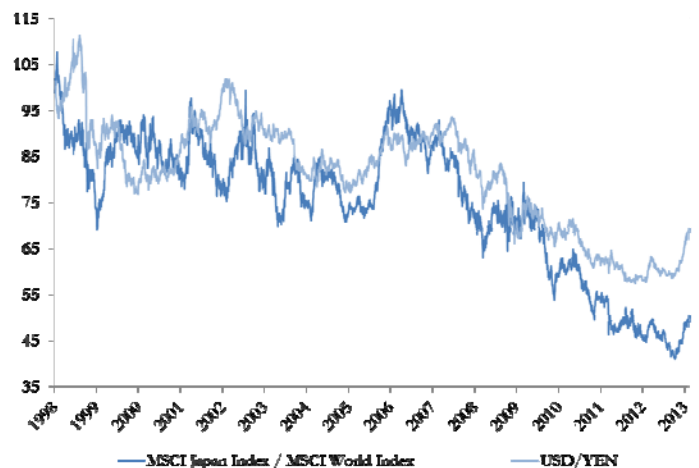
La performance relative du marché japonais a été, depuis 1998 en particulier, corrélée à l'évolution du taux de change. L'appréciation massive du yen contre le dollar US, en particulier depuis 2008, a très nettement été l'un des facteurs clés de la sous performance de l'économie japonaise et du marché des actions.

**La hausse de +50% de la devise nippone en cinq ans correspond presque parfaitement à une sous performance de -50% des actions japonaises.**

De ce point de vue, l'année 2012 suggère peut-être déjà que le renversement de tendance qui s'est opéré sur le taux de change pourrait prochainement être suivi par une surperformance des actions japonaises relative à l'indice MSCI Monde.

L'écart de performance relative mentionné laisse ainsi une marge d'appréciation très substantielle aux actions japonaises pour regagner une partie du terrain perdu.

### Performance relative des actions japonaises vs MSCI World et taux change Yen/USD (1998 – 2013)



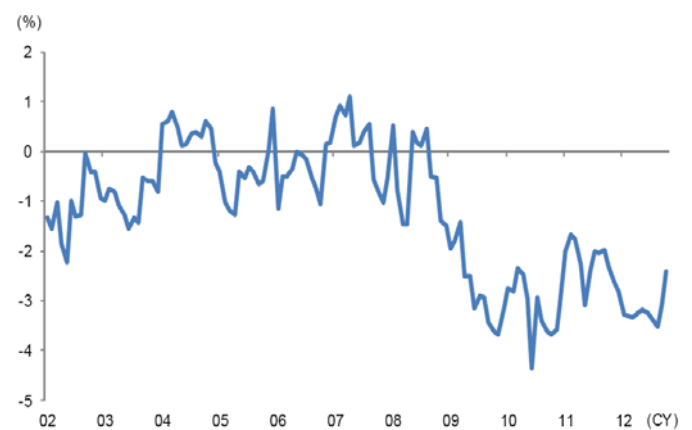
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Par ailleurs, il est aussi intéressant de rappeler que, depuis cette date, l'allocation en titres japonais dans les fonds de placement investissant dans les marchés globaux est restée inférieure au poids des actions japonaises dans les indices mondiaux.

**En d'autres termes, les actions japonaises ont été systématiquement sous représentées dans les portefeuilles d'investisseurs internationaux depuis l'émergence de la crise financière.**

Une situation qui perdure malgré le rebond récent des cours au Japon.

### Allocation relative des fonds de placements en actions japonaises (2002-2013)



Source : Nomura

Nous pensons que le changement de leadership au Japon et la mise en œuvre d'une politique sensiblement plus orientée vers la croissance économique et une poursuite de la dévalorisation du yen devraient au moins susciter

une réévaluation de la situation et des perspectives de performance des actions japonaises, tant sous un angle absolu que relatif.

Sans optimisme excessif, un simple processus de normalisation des attentes des investisseurs devrait donc, dans la situation actuelle, conduire à une hausse très sensible et régulière des flux de fonds en faveur des actions japonaises au cours des prochains trimestres ; à moins que les risques de moins-value sur la devise ne retiennent les investisseurs de mettre en œuvre une politique de rebalancement en faveur des actions japonaises.

Sur le plan domestique, la politique monétaire plus agressive et expansionniste menée par la BoJ devrait provoquer une remontée des anticipations inflationnistes, qui devrait relancer l'intérêt des investisseurs japonais pour leur marché domestique des actions et pour des placements réputés pour leur capacité à protéger des effets négatifs de l'inflation.

**Mais c'est avant tout le retour des investisseurs internationaux sur le marché japonais, qui représentent environ 60-70% des volumes de transactions journalières en moyenne, qui déclenchera le prochain mouvement de hausse des titres japonais.**

Compte tenu des éléments fondamentaux positifs pour les actions japonaises, nous anticipons donc une revalorisation progressive des perspectives de bénéfices et de nouveaux objectifs de hausse de cours plus optimistes.

**L'indice Nikkei pourrait donc reprendre le chemin de la hausse dans les prochains mois et dépasser 12'000 points en 2013 après avoir cependant certainement traversé une période intermédiaire de consolidation au 1<sup>er</sup> trimestre.**

**La nouvelle implication du gouvernement Abe et de la banque centrale du Japon devrait convaincre les investisseurs du retour prochain de la croissance au Japon.**

**Les perspectives bénéficiaires largement supérieures des titres japonais seront sans aucun doute le facteur fondamental de la revalorisation du marché japonais.**

**Les investisseurs internationaux devraient certainement procéder à une normalisation de leur allocation en titres japonais et provoquer des flux de fonds positifs qui accompagneront la prochaine progression des indices nippons.**

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