



ZOOM SUR LE JAPON

Février 2016

TROIS ANS D'ABENOMICS



JOËL LE SAUX
Portfolio Manager

"Après trois ans d'Abenomics, les résultats semblent modestes à première vue, mais dans quelques années le marché se souviendra peut-être de Shinzo Abe comme étant celui qui a réussi à sortir le Japon de la déflation."



YOKO OTSUKA
Analyst

La note suivante présente les opinions du gestionnaire de portefeuille au moment de sa publication.

FIN DE LA DÉFLATION

Après trois ans d'Abenomics, les résultats semblent modestes à première vue, mais dans quelques années le marché se souviendra peut-être de Shinzo Abe comme étant celui qui a réussi à sortir le Japon de la déflation.

En dépit d'une croissance économique inférieure à celle des Etats-Unis et de l'UE, le PIB réel japonais a augmenté de 0,7% par an ces trois dernières années. L'atonie de la consommation privée s'expliquait par la hausse de la TVA (de 5% à 8%) en avril 2014. Chacun avait en tête la précédente hausse de 3% à 5% en avril 1997, qui a plongé le pays dans la déflation. Cela ne s'est pas produit cette fois-ci. L'inflation sous-jacente est au contraire restée ancrée aux alentours de +0,5% en 2015, signalant la fin d'une période de déflation longue de 15 ans. Sans doute faudra-t-il encore quelques années pour que les gens se fassent à cette idée, mais les enquêtes montrent que les mentalités évoluent lentement mais sûrement vers cette «nouvelle normalité» caractérisée par un environnement marqué par l'inflation.

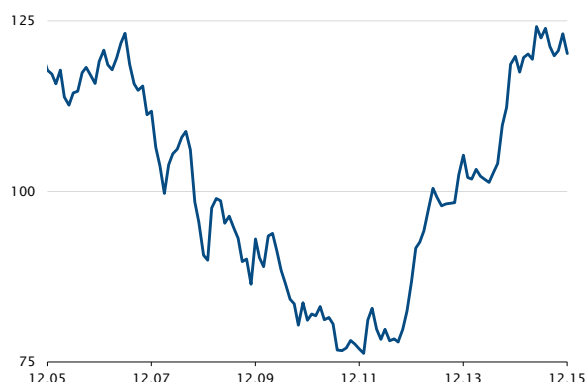
La durabilité de cette inflation dépendra de la tendance des salaires et de la bonne tenue des prix pratiqués par les entreprises. Le premier point est bien connu de par le rôle clé du «Keidanren» (la Fédération des organisations économiques japonaises) qui a incité ses membres – les grandes entreprises – à montrer l'exemple en augmentant les salaires et les primes. Le second point cependant est lié à la rentabilité des entreprises. La croissance moyenne des salaires récemment indiquée semble assez faible, mais cela tient principalement à la répartition de la main-d'œuvre entre travailleurs à temps plein et temps partiel. La rémunération des travailleurs à temps

partiel dans les secteurs caractérisés par une forte demande à court terme est nettement inférieure à celle des travailleurs à temps plein qui ont droit à des primes. La solidité du marché de l'emploi (le taux de chômage s'établit à 3,4%, son niveau le plus bas depuis 20 ans) est mise en évidence par la croissance de 1,4% par an de la part des salaires dans le PIB durant la mandature de Shinzo Abe.

LE JAPON A ÉGALEMENT PRIS DES MESURES MONÉTAIRES DRASTIQUES

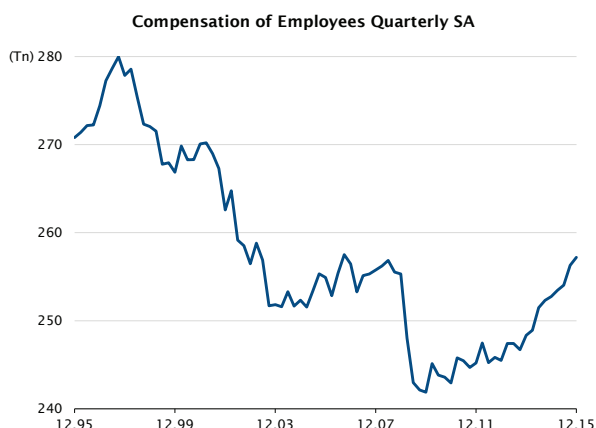
L'autre aspect des Abenomics concerne la politique monétaire non conventionnelle adoptée par la Banque du Japon au travers de deux programmes d'assouplissement quantitatif et qualitatif en avril 2013 et octobre 2014. Ces mesures visaient à soutenir l'objectif d'inflation de 2% fixé par le gouverneur de la banque centrale japonaise, Haruhiko Kuroda. Les espoirs à cet égard ont malheureusement été déçus en raison principalement de la baisse des cours du pétrole. Si l'effet réel direct de ces

USD/JPY



Source: Bloomberg, SYZ AM. Données au 31.01.2016

mesures a été de réduire à zéro le rendement des emprunts d'Etat japonais à dix ans, les observateurs dans leur ensemble les associent globalement à la dépréciation de 30% du yen par rapport au dollar. De fait, après avoir atteint un sommet historique intenable avant que Shinzo Abe ne devienne Premier ministre, le yen vient juste de retrouver son niveau d'avant la crise financière mondiale de 2007. Ce niveau semble plus juste par rapport au pic historique de 75 yens pour 1 dollar atteint en 2012. Néanmoins, grâce à la faiblesse du yen, l'objectif



Source: Bloomberg, SYZ AM. Données au 31.01.2016



fixé par Haruhiko Kuroda a été partiellement réalisé, le Japon parvenant à s'extirper de la déflation à la faveur notamment des importations de biens.

Considérant la structure démographique du Japon, un objectif d'inflation de 1% serait mieux adapté que celui peu réaliste de 2% fixé par la banque centrale japonaise. Par ailleurs, la hausse modérée des salaires devrait conserver son élan face au déficit structurel de main-d'œuvre: le départ en retraite des «baby-boomers» et la diminution du nombre des jeunes travailleurs créent les deux principaux goulets d'étranglement. La consommation privée devrait progressivement s'améliorer et la récente adoption de taux d'intérêt négatifs est peu susceptible d'avoir un impact prononcé sur l'économie réelle dans la mesure où les taux étaient déjà très bas.

Surtout, n'oublions pas que la part du secteur manufacturier dans le PIB japonais atteint 27%, contre 57% dans le principal indice boursier de Tokyo. De plus, la production étrangère des entreprises cotées, qui représente une proportion importante des bénéfices du Topix, n'est pas incluse dans le PIB. Toyota (4% du Topix) produit par exemple plus de la moitié de ses voitures à l'étranger, sans impact sur le PIB national. De même, la croissance du PIB et celle des entreprises cotées présentent une différence marquée. Le chiffre d'affaires des 500 plus grandes entreprises hors secteur financier a ainsi augmenté de 2,3% par an au cours des dix dernières années, tandis que le PIB nominal est resté inchangé. L'effet cumulé est frappant, avec une croissance de 27% du chiffre d'affaires des entreprises sur les dix ans écoulés alors que le PIB est resté stable. Ces données montrent qu'en dépit des interrogations persistantes, les investisseurs doivent tenir compte des différences entre la structure de l'économie et celle des entreprises cotées.

CROISSANCE EN DENTS DE SCIE, ENVOLÉE BOURSÈRE

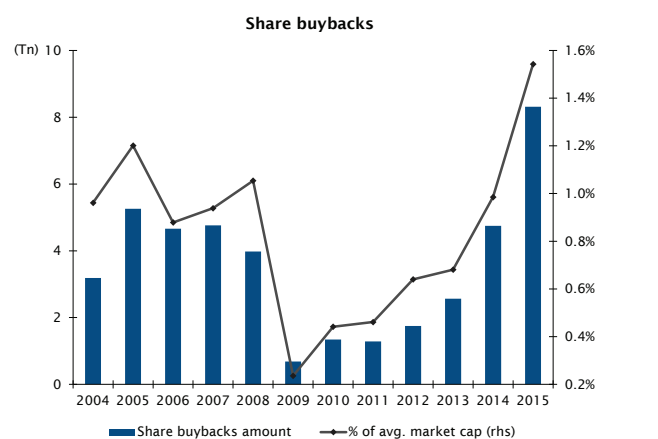
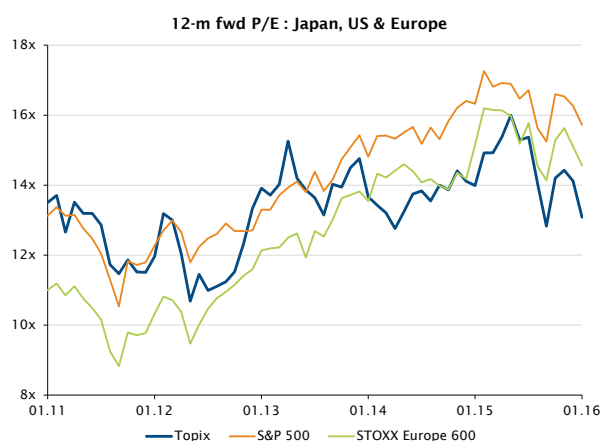
Durant les trois ans d'Abenomics, le marché des actions japonais a enregistré une progression à deux chiffres, supérieure en monnaies locales à celle des marchés américain et européen. Les investisseurs bien avisés ont été ceux qui ont couvert leur exposition au yen, car ils n'ont pas été touchés par la baisse de la monnaie japonaise par rapport à l'euro ou au dollar US.

Ces performances ont été réalisées grâce à la forte croissance des bénéfices. Les exportateurs, notamment les constructeurs automobiles et les grands fabricants de composants électroniques, ont naturellement bénéficié de la faiblesse du

yen. Les impulsions supplémentaires ont été la solidité de la consommation aux Etats-Unis et la croissance accélérée du marché des smartphones, notamment des ventes d'iPhone. La croissance des entreprises axées sur le marché intérieur a globalement été moins forte que celle des exportateurs dans la mesure où elles n'ont pas bénéficié de l'avantage lié à la faiblesse du yen, mais elle s'est toutefois montrée nettement meilleure que les données macroéconomiques ne le laisseraient penser. Les entreprises cotées tournées vers le marché intérieur sont exposées de façon disproportionnée aux zones métropolitaines où la population s'accroît. Là encore, le PIB n'est pas un bon indicateur indirect du «Kabutocho» (la Bourse de Tokyo).

La forte progression du marché accompagnée d'une solide croissance des bénéfices fait que les PER sont restés globalement inchangés. Les analystes anticipent de nouveau une croissance à deux chiffres des bénéfices pour l'exercice 2016 (qui commence en avril), contre une hausse d'environ 2% à 5% seulement pour les marchés occidentaux. Les valorisations du Topix laissent toutefois penser que les acteurs du marché ont déjà intégré une moindre progression, avec un PER à 12 mois de 12,1, représentant la plus forte décote jamais observée par rapport à l'indice S&P 500 (15,6) et au STOXX Europe 600 (14,1).

A partir de cette année, la hausse des bénéfices devrait se normaliser aux alentours de 5% à 9% sur la base de la croissance de 3,4% du PIB mondial prévue par le FMI. La baisse de 32% à 30% de l'impôt sur les sociétés dopera les bénéfices des entreprises nationales de 3%. Un autre facteur concernera les rachats d'actions (1,5% de la capitalisation boursière en 2015). Ces rachats font désormais partie de la stratégie des dirigeants consistant à accroître la valeur actionnariale et le rendement des capitaux propres grâce à la solidité des bénéfices et du bilan, en parallèle aux règles de gouvernance récemment introduites. Les entreprises japonaises offrent également un rendement en dividendes de 2%.

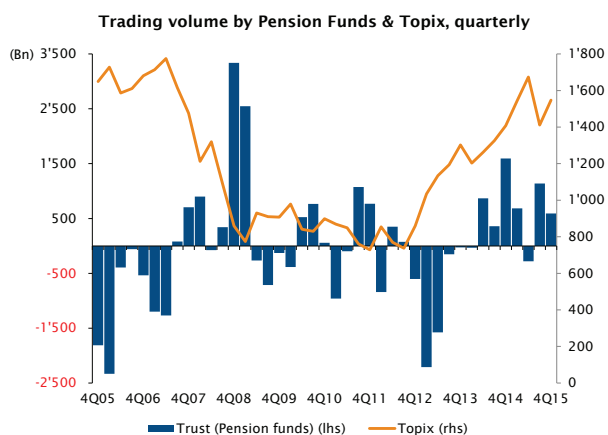




LES INVESTISSEURS LOCAUX ET ÉTRANGERS ACHÈTENT DES ACTIONS JAPONAISES

Après dix ans de déséquilibre entre l'offre et la demande désastreux pour les actions japonaises, un changement sans précédent est intervenu en octobre 2014. Les institutionnels nationaux, en particulier le fonds de pension du gouvernement japonais (GPIF), le plus important du monde, ont modifié leur allocation d'actifs pour devenir acheteurs nets d'actions. Les investisseurs étrangers, qui boudaient la classe d'actifs depuis des années, reviennent également sur le marché et leur part atteint un niveau historique (32% en 2014). Les programmes de rachats d'actions des entreprises sont également remis en place après avoir été virtuellement stoppés dans le sillage de la crise financière mondiale.

Dans les mois à venir toutefois, il faut s'attendre à ce que les achats nets des fonds de prévoyance diminuent dans la mesure où ces derniers sont proches de leur allocation cible. En parallèle à la poursuite des rachats d'actions, le rapport entre l'offre et la demande devrait également se normaliser à partir de cette année. Les investisseurs expérimentés sous-estiment généralement l'impact positif lié à la diminution de la volatilité, ce qui améliore considérablement le profil risque-rendement de cette classe d'actifs. En effet, la normalisation de la croissance des bénéfices, la moindre volatilité et les valorisations offrent une bonne diversification aux investisseurs européens, car les entreprises japonaises ont limité leurs ventes en Europe.



Source: Bloomberg, SYZ AM. Données au 31.01.2016

DES OPPORTUNITÉS EXISTENT DANS TOUS LES SECTEURS, MAIS LA SÉLECTIVITÉ S'IMPOSE!

Face aux remous des places boursières internationales depuis le début de l'année, s'exposer aux meilleures entreprises via la sélection de titres est de la plus haute importance. La visibilité des bénéfices dans le secteur automobile et ses valorisations attractives paraissent intéressantes. Sa cyclicité n'est pas aussi élevée que l'on pourrait le penser dans la mesure où la demande dépend largement des remplacements. Les acteurs internationaux, notamment ceux fortement exposés aux États-Unis ou y gagnant des parts de marché, devraient pouvoir maintenir une forte croissance de leurs bénéfices sachant que la consommation américaine demeure robuste. L'autre avantage de ces entreprises est leur décision de produire localement, à proximité de leurs clients finaux, ce qui les rend moins sensibles aux fluctuations du yen.

La vigueur du marché de l'emploi constitue un thème de placement majeur depuis des années. Face à la diminution du nombre des jeunes travailleurs et à la demande croissante dans le secteur des services à forte intensité de main-d'œuvre, le Japon connaît désormais une pénurie structurelle de main-d'œuvre. Les entreprises de recrutement en sont les principaux bénéficiaires. Dans la région de Tokyo, l'augmentation de la population active présente un défi aux compagnies ferroviaires du fait de l'accroissement de la demande de transport domicile-travail. La visibilité sur la croissance est nettement supérieure à la moyenne dans ces secteurs.

A l'inverse, l'exposition à la Chine et aux marchés émergents est évitée en raison de la détérioration des conditions économiques dans ces pays. En dépit de très faibles valorisations, l'exposition au secteur des matières premières n'est pas envisageable, car le redressement du marché des ressources naturelles est très incertain et des dépréciations d'actifs se dessinent.

Un environnement macroéconomique robuste est certes un soutien bienvenu pour les actions japonaises, mais ce n'est pas une condition indispensable. Des opportunités d'investissement existent dans tous les secteurs, à tout moment, indépendamment de la toile de fond économique. Disposer du processus de placement approprié permet de dénicher des pépites dans tous les segments du marché, qu'il s'agisse de valeurs cycliques, défensives, du marché intérieur, tournées vers l'export, de petites, de moyennes ou de grandes capitalisations. Sans dogme aucun.