

Japon

La reprise semble bel et bien au rendez-vous

La seule grande puissance économique à avoir connu, ces derniers mois, un relèvement notable des prévisions de croissance de son PIB a été le Japon. Après confirmation, le 9 juin dernier, d'une croissance de 6,1 % en rythme annuel au premier trimestre (contre une estimation précédente de 5,6 %), il se hisse au premier rang des pays du G7. De quoi faire rêver les Européens, mais aussi impressionner les États-Unis. Désormais, les anticipations des investisseurs pour 2004 se situent généralement entre 3 et 4 %.

C'EST BIEN DE L'EXTÉRIEUR qu'est d'abord venue en 2003 l'impulsion qui a permis au Japon de sortir de la récession : alors que d'innombrables plans de relance budgétaire (douze au total depuis le début des années 1990!) et une politique monétaire agressive, assortie de taux à 0 %, n'avaient pas suffi à relancer la machine économique, le Japon a profité à plein de la croissance mondiale. L'économie japonaise a bénéficié au premier chef de la forte reprise des pays émergents – au premier rang desquels la Chine – grâce à une bonne adéquation de son outil de production. Le boom de l'économie chinoise s'est en particulier traduit par un triplement en quatre ans des exportations nippones à destination de la Chine, ce qui s'explique notamment par les avantages compétitifs indéniables du Japon sur les secteurs des biens d'équipement et de l'automobile.

Entre-temps, les indices se sont multipliés tendant à montrer que la reprise économique, initiée par la reprise des exportations, est maintenant relayée par la demande intérieure, tant en provenance de l'in-

vestissement que de la consommation des ménages. Du côté des ménages, l'indice de confiance est désormais au plus haut depuis 1991 et leurs dépenses ont progressé de près de 4 % depuis un an, en particulier dans l'électronique grand public. Cet optimisme est lié pour partie au recul du chômage (passé en deux ans de 5,5 % à 4,6 % de la population active) mais aussi à l'accélération des départs en retraite.

Du côté des entreprises, les indicateurs virent tous progressivement au vert depuis le printemps 2003. La production industrielle affiche, sur un an, un rythme de progression de près de 8 % (à fin mai), tandis que l'indice des directeurs d'achat a de nouveau progressé en mai, et se situe depuis douze mois au-dessus des 50 points, signe d'une expansion de l'activité industrielle. Malgré des chiffres d'affaires dont les progressions sont encore souvent modestes, les résultats des entreprises s'affichent en hausse de près de 20 % sur un an (à fin mars 2004), et voilà plus d'un an et demi que le nombre de faillites recule, permettant que les dettes laissées par les sociétés en dépôt de bilan – qui pèsent sur les bilans des banques – régressent de plus de 30 %.

La question essentielle reste de savoir si cette croissance sera durable ou s'il s'agit d'un simple rebond cyclique qui s'achèvera lorsque la croissance mondiale ralentira... ou peut-être quand le gouvernement sera contraint de relever les impôts, réduction du déficit budgétaire oblige... Les réactions récentes de la bourse japonaise aux craintes d'un ralentissement violent de l'économie chinoise indiquent que les partisans d'une reprise plus conjoncturelle que structurelle dominent encore.

DE NOMBREUX POINTS DE DOUTE SUBSISTENT

Chez Schroders, nous avons aussi encore des doutes sur la pérennité de la reprise. Il est clair en effet que le ralentissement attendu aux États-Unis et en Chine, au plus tard en 2005, devrait porter atteinte au dynamisme des exportations japonaises. Il est d'ailleurs symptomatique de constater que, pour la Banque du Japon, l'environnement économique n'est pas suffisamment stabilisé pour permettre un changement de politique monétaire. Rappelons que le phénomène de déflation – ou plutôt de baisse récurrente des prix – n'est pas encore jugulé. En mai, les prix à la



NUNO TEIXEIRA
Directeur général
adjoint
Schroders France

consommation, analysés au travers de l'indice sous-jacent hors prix de l'alimentaire et de l'énergie, ont de nouveau signalé une baisse de 0,3 % pour les douze derniers mois. Depuis 1998, les prix à la consommation n'ont cessé de reculer, affichant une baisse annuelle de près de 1 % de 2001 à 2003. Même si depuis le milieu de l'année dernière on se rapproche d'une stabilité des prix, l'inflation n'est pas encore revenue en territoire positif.

La reprise économique pourrait donc ne pas se maintenir en cas de ralentissement de la croissance mondiale, d'autant que la part de la Chine est importante et que le gouvernement chinois a fait du ralentissement de la croissance une priorité. De plus, beaucoup des problèmes structurels du Japon restent présents, notamment le haut niveau d'endettement du secteur public (près de 160 % du PIB) et le vieillissement de la population.

Reste que nous ne voyons pas de raison fondamentale pour nous situer sensiblement sous le niveau du consensus pour la croissance japonaise cette année, ce qui constitue un panorama indéniablement propice pour revisiter le marché japonais.

LE MARCHÉ DES ACTIONS EST CLAIREMENT ATTRACTIF

Les investisseurs, qu'ils soient domestiques (particuliers surtout) ou internationaux y croient : l'indice Topix affichait encore récemment, à la mi-juillet, une progression de près de 10 % en yens depuis le début de l'année, devançant ainsi sensiblement les indices boursiers européens et surtout américains et malgré les perspectives de dégradation du marché obligataire.

Il est clair en effet que ces perspectives positives, si elles se confirment, ne sont pas franchement favorables aux obligations – le rendement des emprunts d'État nippons à dix ans a récemment grimpé à son plus haut niveau depuis trois ans et

demi à 1,85 %. Cette évolution est probablement un signe que l'ère des taux zéro voit ses jours probablement comptés.

Il n'en reste pas moins que, malgré cette hausse attendue des taux d'intérêt, plusieurs facteurs plaident en faveur d'une poursuite de la hausse des actions japonaises. Ces facteurs positifs sont d'ailleurs davantage de nature microéconomique que directement liés au panorama macroéconomique.

Globalement, les perspectives de résultats sont très encourageantes, particulièrement pour les sociétés qui ont engagé depuis plusieurs années des programmes ambitieux et volontaristes de réductions de coûts destinés à faire face à la déflation et qui connaissent aujourd'hui une amélioration sensible de leur résultat opérationnel. Ces réductions de coûts peuvent offrir à beaucoup d'entreprises un potentiel de croissance bénéficiaire de l'ordre de 10 à 15 % par an sur les prochaines années. Les entreprises financièrement solides sont les mieux placées pour mener à bien des programmes de restructuration, les licenciements et les diminutions de capacité de production étant onéreuses.

Malgré la forte hausse de la bourse depuis le début 2003, le marché japonais peut encore faire le bonheur aussi bien des gérants ayant une approche *value*, que de ceux qui privilégient des valeurs ayant un bon potentiel de croissance : ainsi, beaucoup de valeurs de qualité, affichant une bonne visibilité, se traitent avec une décote non négligeable par rapport à l'ensemble du marché ou à la valorisation de certaines de leurs homologues étrangères. Point n'est donc besoin de chercher à tout prix des situations de retournement sur des valeurs de piètre qualité.

Il est ainsi probable qu'après une phase de rattrapage des valeurs de qualité moyenne (valeurs bancaires, BTP, matériaux de base, etc.) en 2003, les investisseurs se

recentreront davantage sur les fondamentaux, et en particulier sur la visibilité des résultats des entreprises.

Il y a en outre de fortes probabilités pour qu'un certain nombre de sociétés japonaises rehaussent leur dividende et renforcent les programmes de rachat d'actions. La pression exercée par les investisseurs, notamment étrangers, favorise en effet les politiques de distribution privilégiant l'actionnaire.

UN MARCHÉ À REVISITER

Au total, on peut estimer que les évolutions fondamentales en cours au sein de l'économie japonaise – telles que la reprise sensible de la consommation – sont de nature à assurer une reprise économique plus large que celles que nous avons observées au Japon par le passé. Cependant, ces tendances sont le résultat d'un retournement économique plus important que prévu au niveau mondial et en Asie, plutôt que de l'évidence que le Japon a résolu ses profonds problèmes économiques structurels.

Les prévisions macroéconomiques à court terme sont encourageantes et nous voyons toujours de nombreuses raisons de rester positif au plan microéconomique à moyen et long terme. Les entreprises maintiennent une discipline de réduction de coûts, ce qui demeure la source de croissance des résultats la plus crédible, sachant que le potentiel de hausse des prix est limité et que le pic de croissance du cycle économique est attendu plus tard dans l'année.

Autre point positif, la pression des investisseurs et les menaces grandissantes d'OPA incitent les sociétés à poursuivre des politiques de distribution de dividendes favorables à l'actionnaire. Les probabilités de voir les entreprises rehausser leur dividende et augmenter leur programme de rachat d'actions restent significatives. ■

Achévé de rédiger le 15 juillet 2004.