

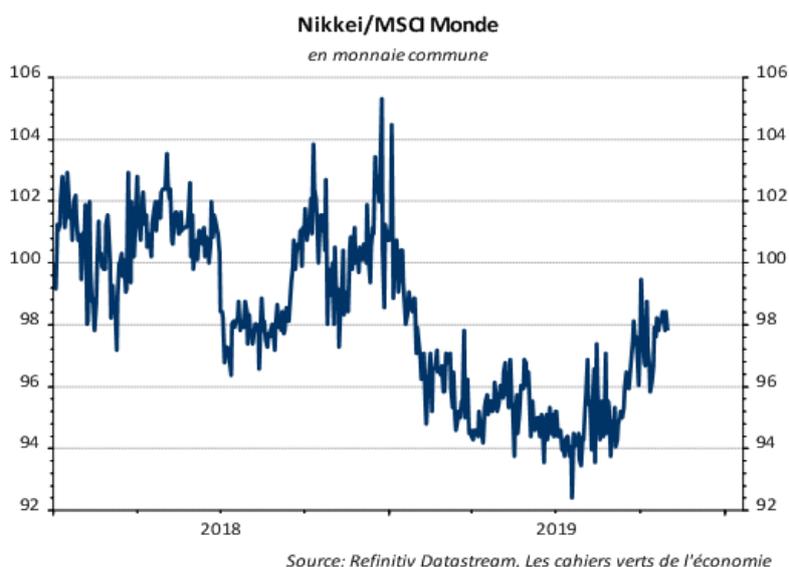


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire 31 octobre 2019

Pourquoi nous « aimons » encore le marché japonais

Nous surpondérons (allocation stratégique) le marché japonais depuis octobre 2018, démarche qui s'est révélée un peu précoce (performance quasi identique depuis). Mais il reste que cette stratégie est clairement pertinente depuis mi-juillet 2019, avec un Nikkei qui surperforme le MSCI Monde (+5%), cf. graph ci-dessous.



Le poids du MSCI Japon dans le MSCI World All Countries reste modeste (moins de 8%, soit dans le bas de la fourchette observée depuis 2012), mais cette surperformance permet d'améliorer la performance d'un portefeuille actions mondiales.

Qu'est-ce qui nous fonde à demeurer surpondéré ?

Bien évidemment, comme évoqué dans notre précédente chronique, cette stratégie part de l'hypothèse d'un accord commercial sino-américain d'ici la mi-novembre¹ (accord partiel et temporaire mais dont la visibilité sera tout de même de plusieurs trimestres). La croissance japonaise

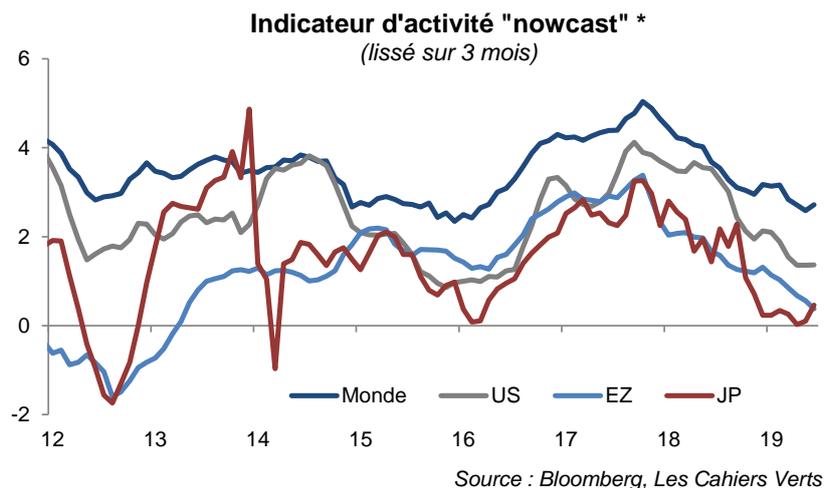
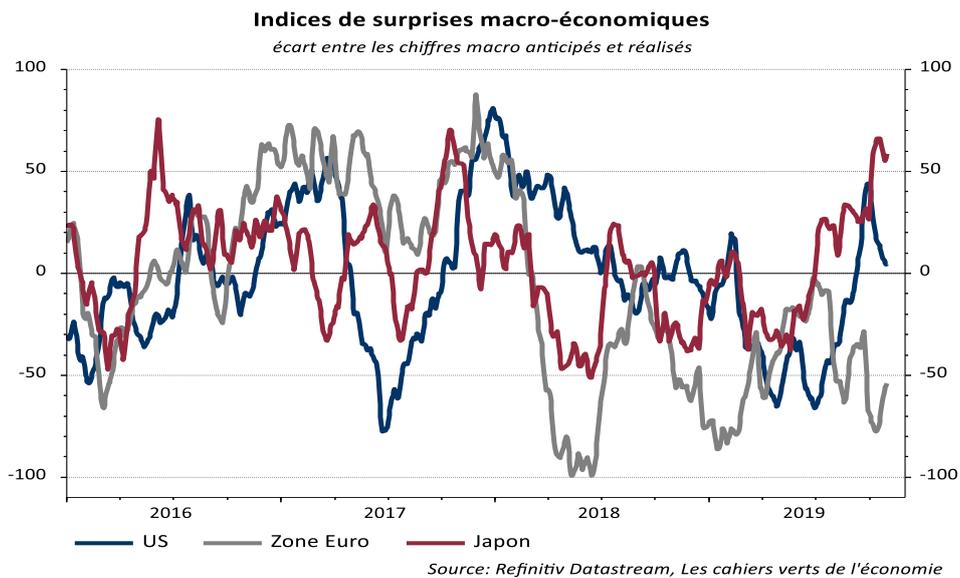
¹ On rappelle que Xi et Trump devaient se rencontrer lors du sommet de l'APEC (à Santiago) des 16/17 novembre, mais celui-ci a été annulé en raison des événements au Chili. Selon l'Administration américaine, les délais ne sont pas modifiés.

a en effet un bêta élevé à l'économie mondiale (1,2 depuis 25 ans) et il est vrai qu'il y a plusieurs signes de stabilisation manufacturière mondiale (voir notre chronique de lundi dernier).

Il y a selon 5 facteurs de nature à justifier cette stratégie :

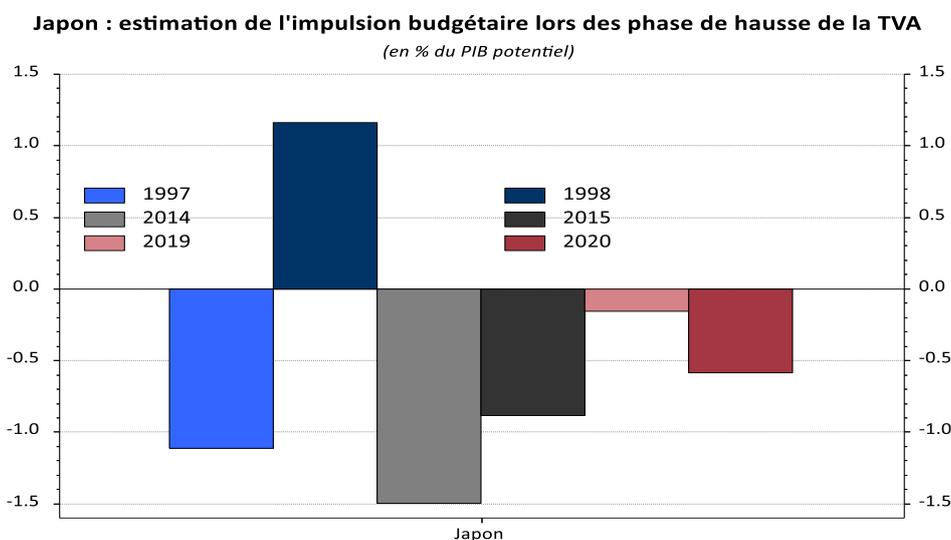
1/ Le momentum macro japonais :

Les surprises macro sont plutôt bien orientées ainsi que les indicateurs « nowcast » (cf. graphs ci-dessous), de même que les derniers chiffres d'exportations.



* Mesure de l'activité actuelle sur la base de données dures et d'enquêtes à haute fréquence

Mais bien évidemment, c'est l'augmentation du taux de TVA (de 8 à 10%) à compter du 1^{er} octobre qui menace le plus l'activité à court terme, avec un passage probable de l'activité en territoire négatif au T4. La confiance des ménages a d'ailleurs d'ores et déjà été fortement impactée par cette perspective (même si, en octobre, celle-ci a rebondi pour la 1^{ère} fois depuis près de 2 ans). L'expérience des précédents « chocs » de hausse de TVA, 1997 (-1,1 point de PIB) et de 2014 (-1,5 point de PIB) est plutôt instructive de ce point de vue. Mais il faut reconnaître que dans le cas présent, l'ajustement récessif est moins fort car il est compensé par des mesures de hausse de prestations sociales ainsi que d'allègements fiscaux. C'est pourquoi le Fiscal Monitor du FMI n'évoque un effet budgétaire négatif total de « seulement » 0,6 point (cf. graph ci-dessous).



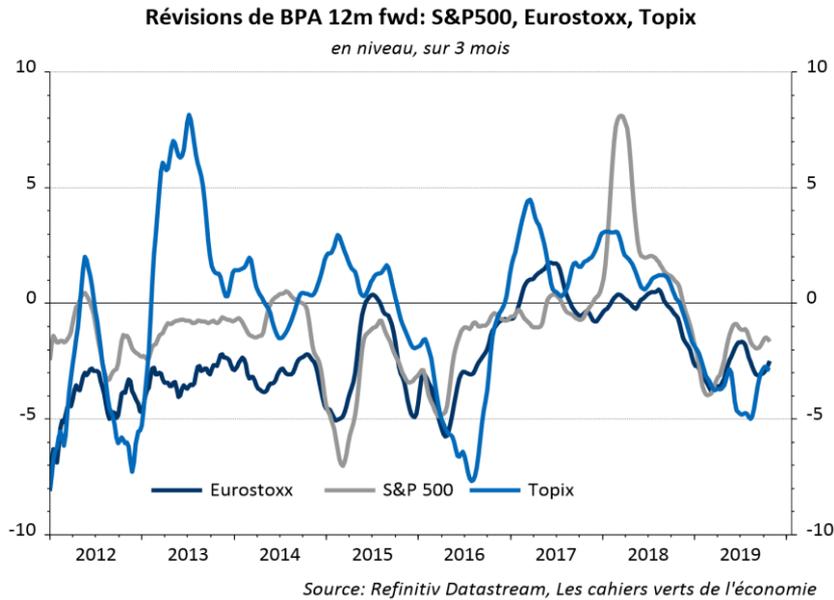
Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

De plus, S. Abe s'est engagé à stimuler l'économie en cas d'affaiblissement trop marqué.

2/ Les BPA

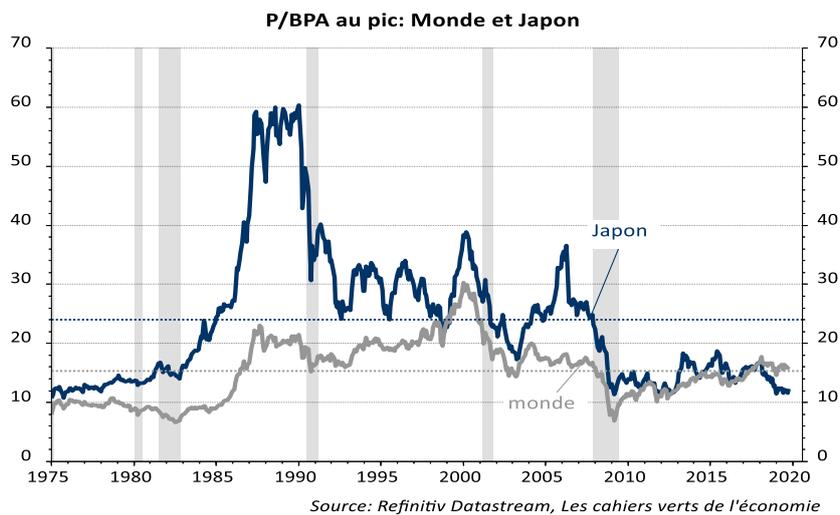
Les analystes anticipent une baisse des BPA de 6% pour 2019 et une hausse de seulement 2% pour 2020, ce qui semble très raisonnable. C'est ainsi que les BPA sur le TOPIX sont en dessous de leur tendance observée depuis 1996 à la différence de la période 2014/2018. De même, le solde net de recommandations des analystes à l'achat/à la vente ressort à un niveau plus faible qu'au point haut de 2018 (35% vs 45%).

Notons par ailleurs que le momentum de révisions des BPA, qui était le plus baissier des grands marchés développés, montre des signes de redressement ces dernières semaines (cf. graph ci-dessous).

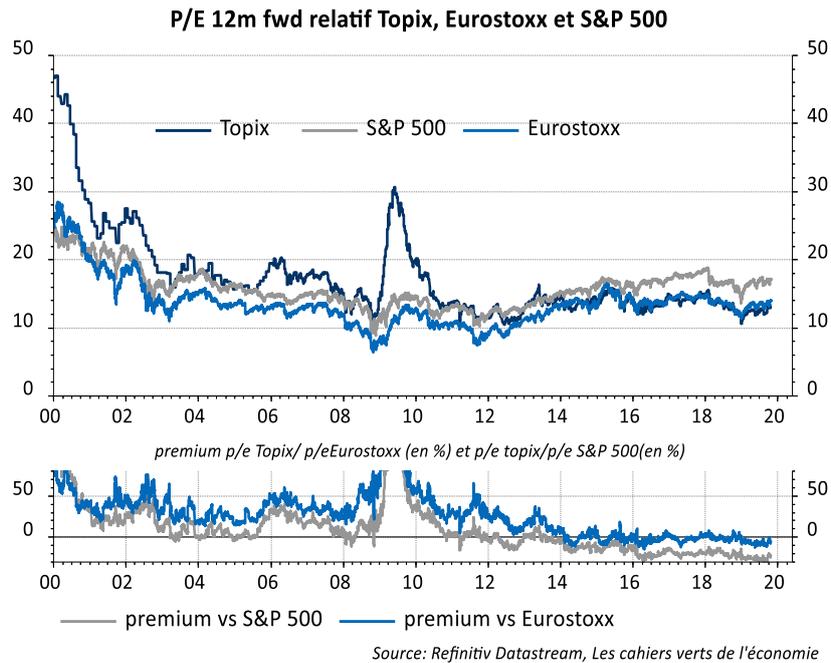


3/ Les valorisations

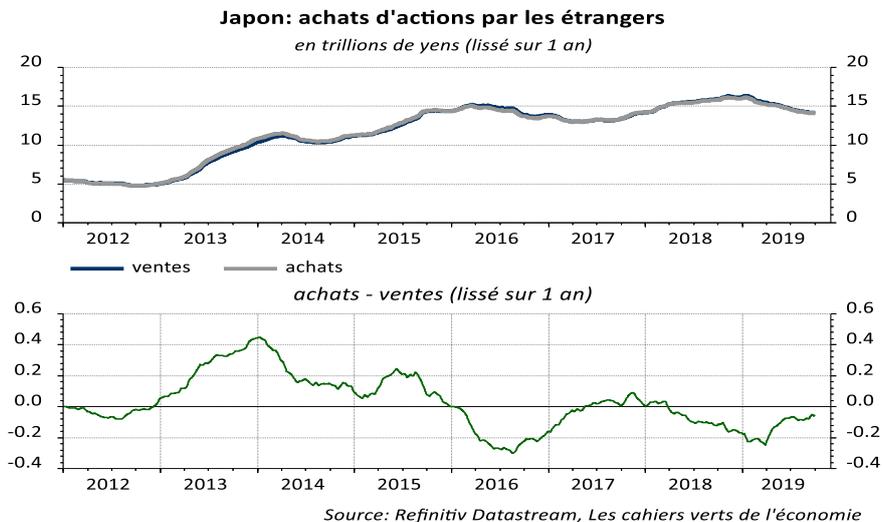
Le marché japonais apparaît attractif en termes absolus avec une valorisation de 12,8 sur le p/bpa au pic soit 48% en dessous de la moyenne longue (sur 45 ans). Et même si l'on prend la décennie actuelle, période où les valorisations apparaissent normalisées (fin de la purge de la super bulle de 1989), le prix du marché japonais apparaît encore raisonnable (cf. graph ci-dessous).



De même, le discount demeure vis-à-vis des autres marchés développés (6% vs l'Eurostoxx et 23% vs le S&P 500 par rapport à la moyenne 2000, cf. graph ci-dessous).

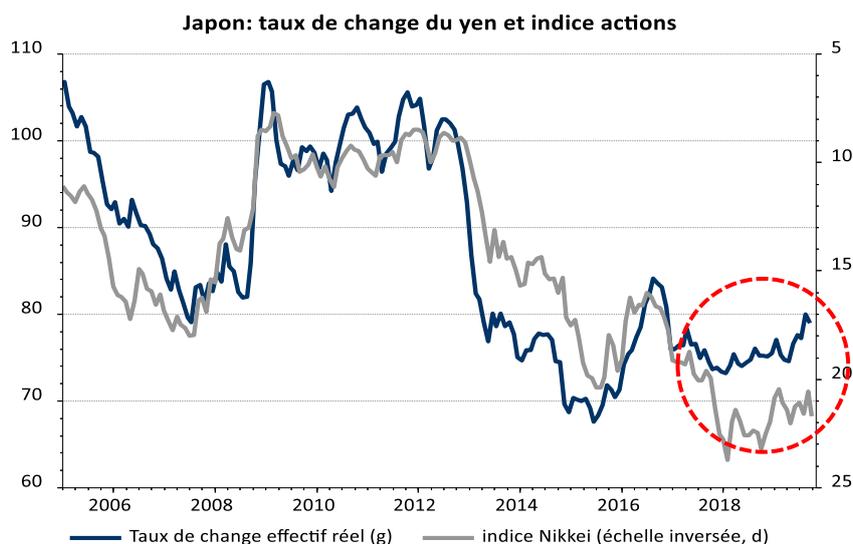


4/ Les flux d'achats d'actions nets par les non-résidents ont été vendeurs depuis la fin 2018, à la différence notable de la période 2013/2015 marquée par les espoirs liés à l'Abenomics et une politique monétaire plus agressive.



5/ Le yen. Historiquement, la performance relative du marché japonais est inversement corrélée à la valeur du yen (cf. graph ci-dessous).

Depuis 2018, cette corrélation s'est atténuée. Dit autrement, le niveau du marché actions serait théoriquement compatible avec un yen plus fort.



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Comme nous ne voyons pas de catalyseur à une appréciation de la devise japonaise, nous pensons que le dénouement ne peut passer que par une accentuation de la surperformance du marché actions japonais. Deux éléments vont d'ailleurs dans le sens d'une dépréciation possible du yen. D'une part, la FED, bien qu'ayant baissé son taux directeur pour la 3^{ème} fois hier, a tenu un discours quelque peu « hawkish », indiquant arrêter les baisses pour le moment. D'autre part, la BoJ, si elle n'a pas abaissé son taux directeur, a signalé sa volonté de soutenir l'économie, notamment si la dynamique de l'inflation vers sa cible de 2% se dégradait. Or, la BoJ a révisé à la baisse ses prévisions de croissance et d'inflation pour les années fiscales 2019-2021...

Ajoutons d'autres éléments plus techniques en faveur du Japon: augmentation assez substantielle des rachats d'actions depuis le début de l'année, positionnement très faible des investisseurs étrangers, niveau très élevé des cash-flows des firmes (d'où un « net debt to equity ratio » qui reste faible),....

Nous continuons donc de surpondérer le Japon, avec une préférence de court terme pour les valeurs cycliques et les bancaires.

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.