

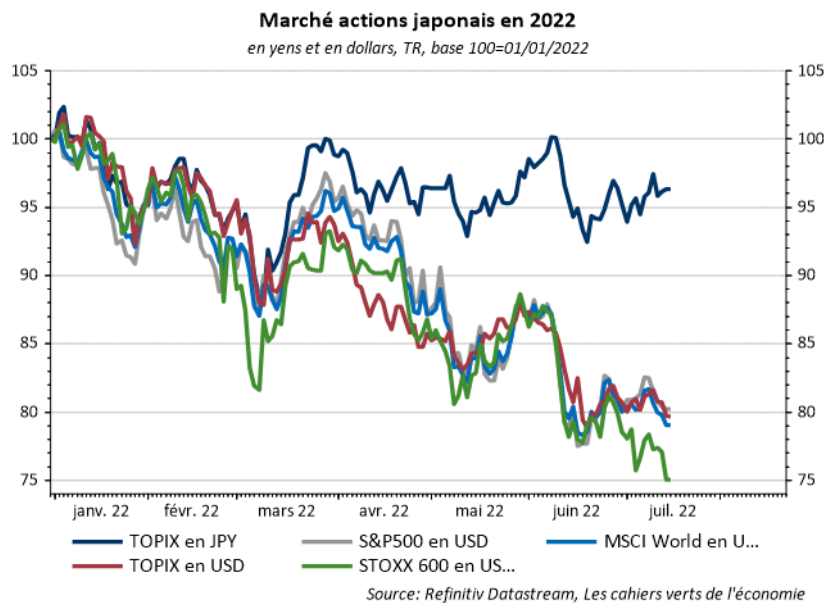


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
18 juillet 2022

Faut-il s'intéresser au marché japonais ?

D'abord, rappelons que depuis le début de l'année, le marché actions japonais surperforme nettement le MSCI Monde AC en devises locales (-4% vs -20% en total return). Mais cette surperformance ne reflète qu'un effet change et la forte baisse du yen face au dollar. En dollars, la performance du Topix est exactement en ligne avec celle du S&P500 et du MSCI Monde (cf. graphique ci-dessous).



En fait, cette double évolution illustre la forte corrélation du marché japonais avec la parité dollar/yen (corrélation moyenne autour de 40% entre 2005 et 2015) : le marché tend à progresser lorsque le yen s'affaiblit. Au S1, il aurait donc fallu sur pondérer le marché japonais (couvert du change).

Ajoutons que le Topix avait nettement sous-performé les marchés mondiaux entre le début de 2019 et la fin de 2021 (-20% en dollars). Il y a donc aussi en jeu un aspect rattrapage.

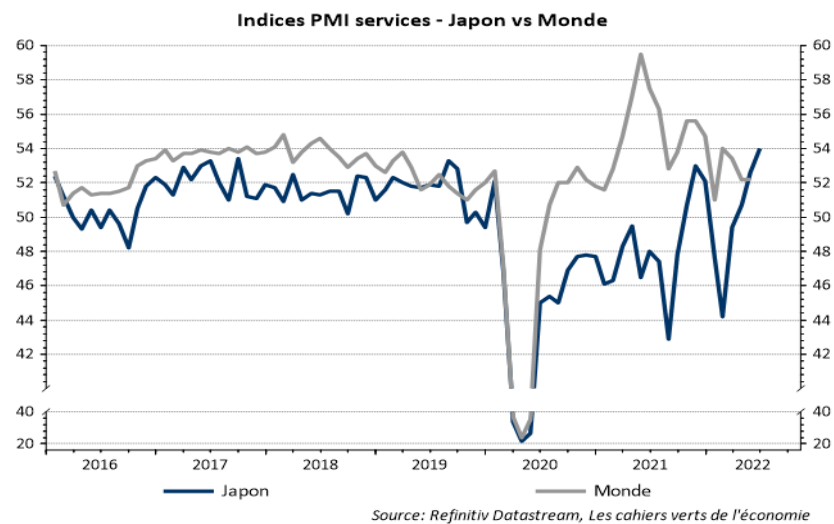
Que faire aujourd'hui ? Avouons-le. L'enjeu n'est pas énorme. Le poids du Japon dans le MSCI World AC n'est que de 5,4%.

Regardons toutefois s'il y a matière à sur pondérer le marché actions nippon et quels sont les actifs japonais attractifs.

Le marché japonais semble avoir, il est vrai, quelques arguments pour lui.

D'une manière générale, la thématique de la stagflation a moins frappé l'économie japonaise que les autres pays. Le Japon a en effet manifesté une certaine immunité à l'inflation (2,3% de hausse pour les prix de Tokyo en juin malgré la baisse du yen et la hausse de l'énergie importée) et a subi une moindre hausse des taux d'intérêt nominaux (taux 10 ans autour de 0,25% au cours des dernières semaines).

Regardons maintenant plus précisément les vecteurs de force du marché nippon. La macro tout d'abord. Malgré le renchérissement de la facture pétrolière, la conjoncture japonaise ne montre pas de signes nets d'un fort ralentissement grâce à la bonne tenue des services en période post-Omicron (cf. graphique ci-dessous) et au rebond de l'économie chinoise depuis mai dernier.

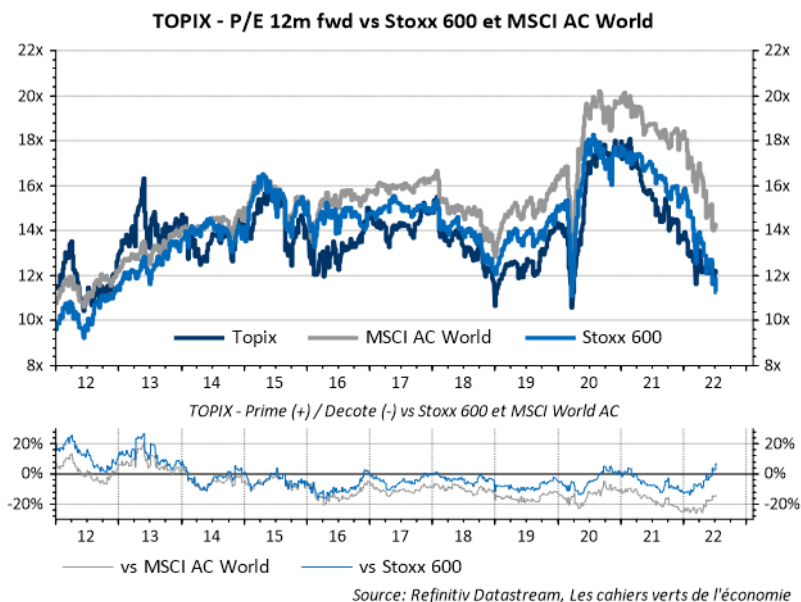


Au total, après une légère contraction du PIB réel au T1 (-0,5% en rythme annualisé), le rebond de l'activité sera assez substantiel, de l'ordre de 4%, au T2. Il conviendra cependant de bien surveiller la situation épidémique en Chine (la hausse du nombre de zones à risque élevé commence à mordre sur la mobilité) à laquelle le Japon est exposé.

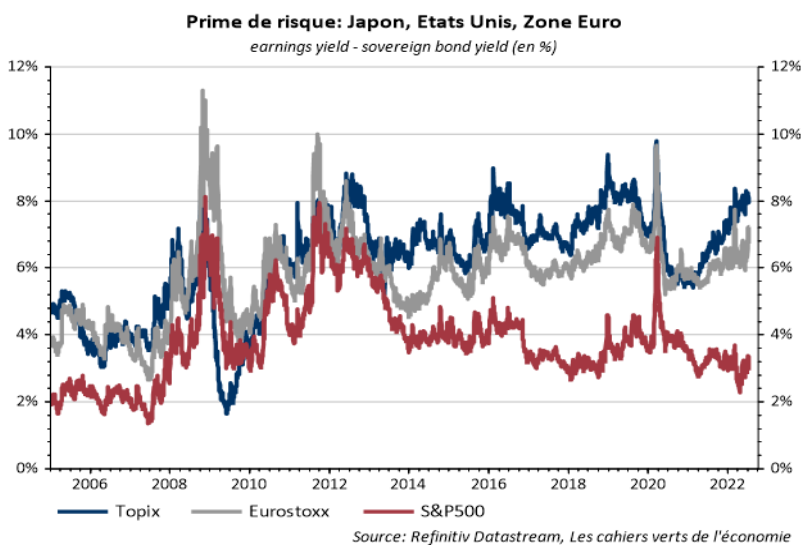
Cette situation macro favorable ne plaide pas pour de fortes révisions en baisse des BPA au cours des prochains mois, contrairement à l'Europe et aux USA. Le momentum de surprises macro négatives est d'ailleurs relativement moins marqué qu'aux USA ou qu'en Europe, sachant que les analystes japonais ne semblent pas avoir pleinement intégré les effets de la baisse passée du yen sur les perspectives bénéficiaires.

Le ralentissement de la croissance nominale de l'activité sera de toute façon mécaniquement moins prononcé au Japon que dans la plupart des pays développés du fait de la dynamique inflationniste relativement moins marquée.

Quid de la valorisation ? Comme tous les marchés actions, le Topix a subi un certain derating depuis le début de l'année, mais celui-ci a été moins marqué qu'ailleurs. De ce fait, sa valorisation relative aux autres pays s'est dégradée. S'il reste décoté par rapport au MSCI AC World et par rapport au marché américain, le Topix se négocie désormais avec une prime de 7% par rapport au marché européen (vs une décote moyenne de 6% au cours des 10 dernières années) ; cf. graphique ci-dessous.

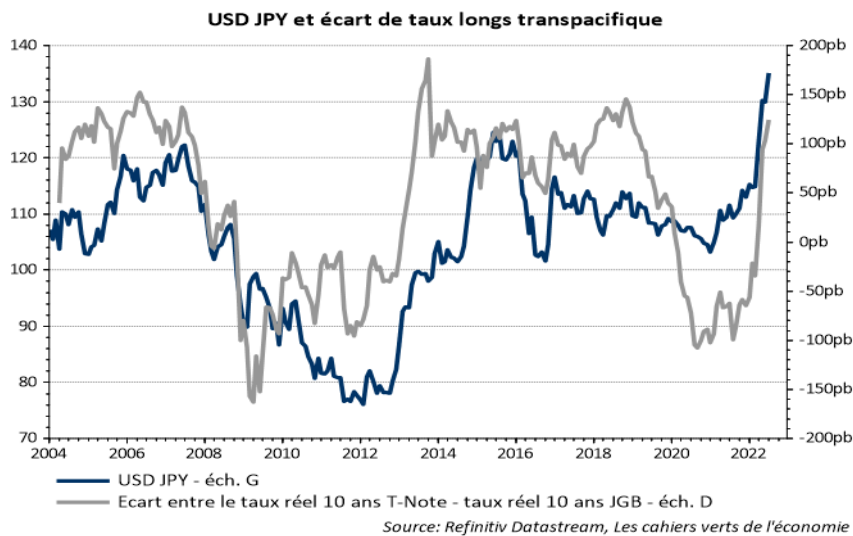


Cela étant, pour un investisseur japonais, la prime de risque relative du TOPIX (cf. graphique ci-dessous) reste intéressante en raison de la faiblesse des taux d'intérêt, la BoJ poursuivant sa politique de contrôle de la courbe des taux. A noter aussi l'attention plus forte portée par les entreprises au versement des dividendes, avec une hausse constante du dividend yield et du payout ratio, conséquence de la mise en œuvre du Corporate Governance Act de 2015, initiée par le regretté Shinzo Abe.



Un dernier argument à propos du yen.

Le yen est au plus bas contre dollar depuis la fin des années 1990. Depuis le début de l'année, la baisse du yen a surtout reflété la divergence de politique monétaire entre la BoJ et la Fed : la BoJ poursuit une politique monétaire très accommodante, à l'encontre de celle conduite dans le reste du monde développé (politique de contrôle de la courbe des taux que la BoJ justifie par le caractère « temporaire » de l'inflation actuelle). La parité dollar/yen est ainsi très sensible à l'écart de taux longs réels entre les USA et le Japon (cf. graphique ci-dessous). La faiblesse des taux japonais (et leur ancrage très fort) favorise la mise en œuvre de stratégies de carry trade financées en yen au profit du dollar. C'est pourquoi, contrairement à d'habitude, le yen ne s'est pas apprécié alors que les craintes de récession se font plus intenses.



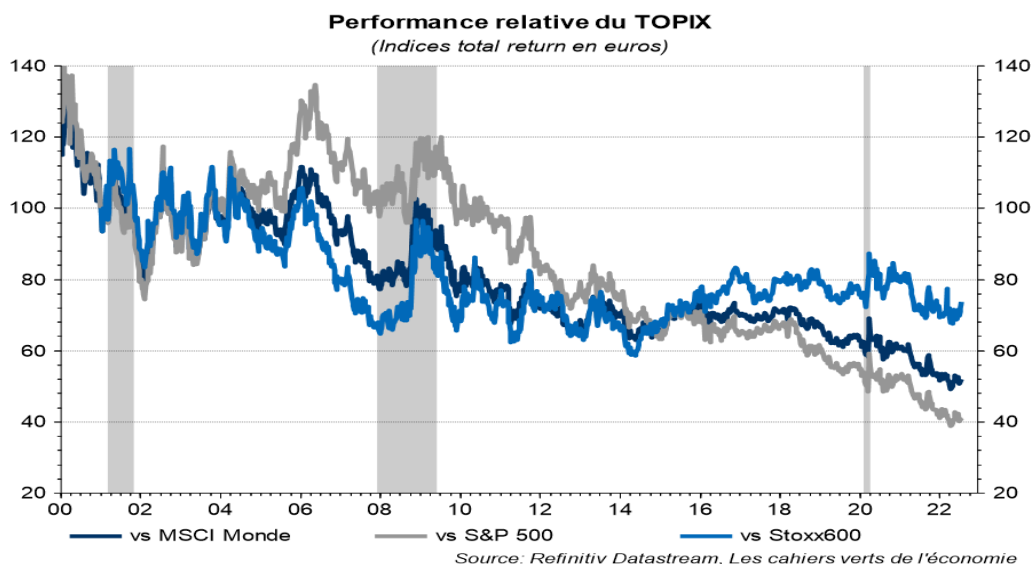
A cela s'est ajoutée (i) la détérioration de l'excédent courant japonais (renchérissement du coût des importations en raison de la hausse des prix de l'énergie alors que les exportations ont été pénalisées par la fermeture des frontières, due aux mesures sanitaires) et (ii) de la situation budgétaire de l'Etat (déficit public de 7% du PIB en 2022 vs 5,7% en 2021), le gouvernement ayant pris des mesures de soutien face à la baisse du pouvoir d'achat des ménages (près de 50 mds de dollars depuis mars 2022). Sans oublier l'abandon de l'objectif d'un excédent budgétaire primaire en 2025.

Nous pensons que le potentiel de baisse du yen est désormais limité dans un contexte où les taux longs américains et européens ont probablement atteint leur pic et devraient prendre une orientation baissière. Le spread obligataire entre les USA et le Japon devrait donc se réduire, les stratégies de carry trade perdre de leur intérêt et le yen reprendre de la vigueur.

Or, durant les récessions, pour un investisseur étranger¹, le marché japonais tend à surperformer (malgré son caractère cyclique) grâce à l'appréciation du yen (cf. graphique ci-dessous). Le yen étant

¹ En marché haussier au niveau mondial, le marché japonais ne crée pas d'alpha : au contraire, l'alpha est même légèrement négatif. Le marché actions japonais n'est donc pas intéressant d'un point de vue stratégique. Au cours des 30 dernières années, une surperformance du marché actions japonais vs le reste du monde n'est enregistrée que si elle s'appuie sur un narratif particulièrement attractif. Cela a été notamment le cas en 2005 (élection de Koizumi, réformes, privatisation de la poste...) ou en 2013 (élection de S. Abe, mise en œuvre de la stratégie dite des 3 flèches avec l'aide de la BoJ, réforme du code de gouvernance des entreprises...). Autrement dit, l'intérêt du marché actions japonais ne peut être que tactique.

usuellement contra-cyclique, le beta du marché japonais en dollars vs le MSCI monde en dollars est seulement de 0,86 (en moyenne sur 20 ans).



Cela étant, il faut être conscient des risques d'une position trop agressive à l'égard du Japon.

Ne serait-ce que parce que la composition sectorielle du Topix est très cyclique (50% vs un peu plus de 30% pour le MSCI World AC) avec une large part de biens d'équipement, automobile, électronique (cf. tableau ci-dessous).

Composition sectorielle

en %	Topix	MSCI ACWI
Industrielles	23,6	9,5
Conso cyclique	18,1	11,1
IT	12,9	20,6
Financières	10,0	16,1
Santé	9,0	12,8
Communication	8,8	8,1
Conso non cyclique	7,5	7,2
Ressources de base	5,7	4,1
Immobilières	2,2	2,8
Utilities	1,4	3,3
Energie	0,8	4,4
Défensives	26,7	31,4
Cycliques (*)	50,4	31,9

(*) ex Tech & Financières

Sources: Bloomberg, MSCI, Cahiers Verts

Il faut aussi intégrer le risque chinois que nous avons évoqué plus haut. Rappelons que la Chine est le premier partenaire commercial du Japon (environ un quart de ses exportations de biens en 2019 vs environ 20% pour les Etats-Unis et 15% pour l'Europe).

Qu'en tirer comme conséquences opérationnelles pour un investisseur européen ?

- Il est difficile d'être long directionnel du marché japonais dans l'environnement actuel. En revanche, en relatif, on peut être Long Topix/Eurostoxx (en monnaie locale, non couvert du change)
- Long défensives au sein du Topix (e.g. pharmacie, alimentaire)
- Long valeurs japonaises exposées à la reprise chinoise (sachant que ces dernières ont eu tendance à sous-performer depuis le début de l'année)
- Dans une optique de plus long terme, long secteur de l'armement japonais (et la construction navale notamment). On peut en effet penser que (i) la mort de S. Abe et (ii) la « super majorité » du LPD après les dernières élections sénatoriales devraient permettre d'accélérer le processus déjà engagé de révision de la Constitution pacifique (l'article 9 de la Constitution de 1946), processus indispensable pour remplir l'objectif affiché d'un alignement sur la norme Otan qui prévoit de consacrer 2% du PIB à la défense.