
Révision à la baisse de notre recommandation sur le Japon en raison de la dégradation rapide des valorisations

Gestion multi-actifs | 8 avril 2020



Natasha Ebtehadj
Portfolio Manager, Multi-Asset

Le vieil adage « c'est l'argent qui fait tourner le monde » n'a jamais semblé aussi exact. Dans le domaine de l'investissement, l'argent se reflète dans les bénéfices et les flux de trésorerie, étudiés par les analystes depuis des années pour estimer la valeur des entreprises.

Mais que se passe-t-il lorsque ces fonds s'assèchent ? C'est en pratique ce que nous observons depuis quelques semaines : des entreprises dans le monde entier, grandes et petites, font face à une crise de liquidités causée par l'interruption brutale de la consommation des ménages et des sociétés. Ajoutons la difficulté à prévoir comment les pays vont subir l'impact du Covid-19 et s'en remettre, et nous avons là les ingrédients d'une grande incertitude à venir. L'estimation de la valeur des entreprises est devenue tout simplement beaucoup plus difficile.

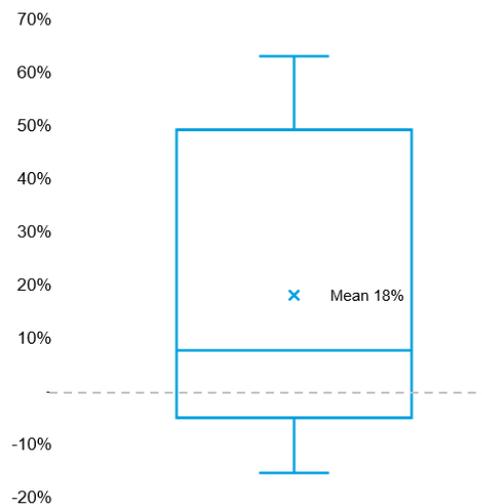
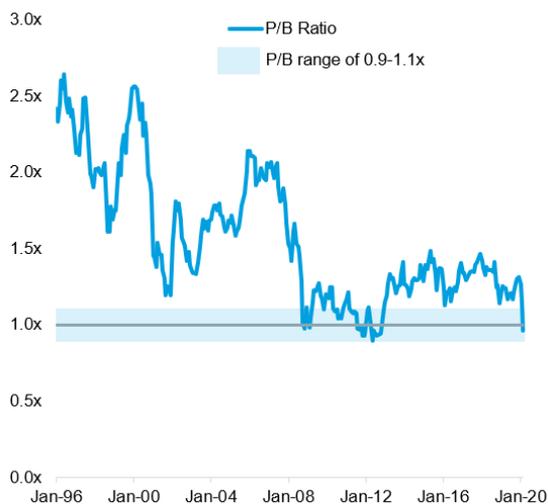
En l'absence d'une perspective claire quant aux flux de trésorerie et aux bénéfices des entreprises, dont beaucoup reviennent sur leurs propres prévisions, il devient compliqué de recourir à des techniques de valorisation classiques comme le ratio cours/bénéfices, puisque le dénominateur en est inconnu. C'est pourquoi, durant les récents accès de volatilité du marché, nous avons trouvé l'analyse de la valeur comptable, qui a naturellement tendance à être plus statique, d'une aide précieuse.

Celle-ci consiste à déterminer la valeur de réalisation des actifs d'une entreprise en cas de liquidation, ce qui revient à connaître la part qui reviendrait aux actionnaires en fonction du bilan.

Un ratio cours/valeur comptable de 1x implique que le marché est prêt à ne payer que l'équivalent de la valeur comptable d'une entreprise, autrement dit qu'il n'estime pas que l'entreprise soit en mesure d'obtenir une appréciation significative de ses actifs.

Début mars, nous avons analysé les marchés actions sur la base de ce critère et cherché à définir les niveaux auxquels les différentes régions deviendraient assez intéressantes pour justifier un déploiement de notre budget de risque. Au fil de la baisse des marchés, il est apparu que le Japon ressortait de plus en plus du lot, avec des valorisations tombant jusqu'à des ratios cours/valeur comptable inférieurs à 1x à la mi-mars, soit très proches des planchers de ces 20 dernières années au moins (Figure 1). L'histoire nous apprend que les rendements à 12 mois à partir de tels niveaux sont asymétriquement haussiers (Figure 2) : par conséquent, nous avons renforcé notre exposition aux actions japonaises.

Figure 1 : Le ratio cours/valeur comptable de l'indice TOPIX est devenu inférieur à 1x Figure 2 : Distribution des rendements à 12 mois après l'atteinte de ratios cours/valeur comptable de 0,9-1,1x



Source des deux graphiques : Columbia Threadneedle et Bloomberg, 31 mars 2020

Néanmoins, dans un contexte de volatilité au plus haut depuis dix ans, les seuils clés de valorisation sont atteints plus fréquemment, et avec l'évolution rapide des réactions économiques et humaines au Covid-19, les fondamentaux changent également assez vite.

Surperformance du Japon

Les actions japonaises ont surperformé le marché mondial de pas moins de 13% pendant la seconde quinzaine de mars, de sorte que les valorisations relatives sont devenues rapidement moins attractives. Malgré le soutien continu du thème de l'amélioration structurelle et durable de la gouvernance d'entreprise, le Japon demeure un marché très cyclique et caractérisé par un important levier opérationnel qui l'expose considérablement aux « arrêts brusques » de l'activité mondiale. De plus, le pays semble disposer de moins de marge de manœuvre en termes de relance. Enfin, contrairement à d'autres régions, il y a encore une semaine, les anticipations de bénéfices n'avaient pas encore subi de fortes révisions à la baisse, ce qui nous paraît irréaliste.

Conformément à notre processus d'investissement, dans lequel un changement des valorisations et/ou des fondamentaux peut nous conduire à modifier notre opinion, nous avons rétrogradé notre avis concernant le Japon de favorable à neutre, afin de refléter cette hausse des valorisations relatives et la dégradation des fondamentaux dans le contexte international

actuel. Tout en maintenant une préférence globale pour les actions (ainsi que pour le crédit de qualité supérieure), il nous semble plus prudent de concentrer actuellement le risque dans des domaines moins cycliques du marché, mieux placés pour résister à la tempête.

En cette période extraordinaire, ce n'est pas l'argent qui fait tourner le monde : ce sont les personnels soignants. Mais les marchés demeurent ouverts et des dislocations continueront d'apparaître à mesure que les intervenants chercheront à évaluer l'impact économique de cette interruption brutale et sans précédent de la circulation des flux d'argent.



Informations importantes. Document à usage interne, exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Toutes les données contenues dans le présent document proviennent de Bloomberg et Columbia Threadneedle Investments et étaient exactes au 31 mars 2020. Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs. Votre capital est exposé à des risques. La valeur des investissements et le revenu qui en découle ne sont pas garantis et peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et être affectés par des fluctuations de change. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Le présent document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation d'ordre en vue d'acheter ou de vendre un quelconque titre ou tout autre instrument financier, ni une proposition de conseils ou de services d'investissement. Lorsqu'il est fait référence à des directives et des caractéristiques propres à certains portefeuilles, les informations sont fournies à la discrétion du gérant du portefeuille et peuvent évoluer dans le temps et en fonction des conditions de marché en vigueur. Les termes officiels régissant l'investissement seront fixés et définis par le biais d'un prospectus ou d'un contrat de gestion d'investissement établi en bonne et due forme. Nous attirons votre attention sur le fait que les objectifs de performance peuvent ne pas être atteints. Les analyses contenues dans ce document ont été produites par Columbia Threadneedle Investments dans le cadre de ses propres activités de gestion d'investissement. Il se peut qu'elles aient été utilisées avant la publication et elles ont été incluses dans ce document à titre informatif. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis et ne sauraient être interprétées comme un conseil en investissement. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de leur auteur à la date de publication mais peuvent changer sans préavis. Les informations obtenues auprès de sources externes sont jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. Le présent document inclut des prévisions et notamment des projections relatives aux conditions économiques et financières futures. Columbia Threadneedle Investments, ses dirigeants, représentants ou employés ne formulent aucune attestation, garantie ou assurance quant à l'exactitude de ces prévisions. Toute action ou obligation spécifique mentionnée ne saurait être considérée comme une recommandation d'investissement. Ce document et son contenu sont confidentiels et exclusifs. Les informations fournies dans ce document sont à l'usage exclusif des personnes qui le reçoivent. Elles ne peuvent être reproduites sous quelque forme que ce soit ni transmises à un tiers sans l'autorisation écrite expresse de Columbia Threadneedle Investments. Ce document est la propriété de Columbia Threadneedle Investments et doit être retourné sur demande. Le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, juridique, fiscal ou comptable. Les investisseurs doivent consulter leurs propres conseillers professionnels concernant toute question d'investissement, juridique, fiscale ou comptable relative à un investissement via Columbia Threadneedle Investments. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations.

Publié par Threadneedle Asset Management Limited, une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204. Siège social : Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres EC4N 6AG. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.