

## LE THÈME DU MOIS

**Cas d'investissement 2021 sur les actions et déclinaison pour le marché japonais**

**Eric MIJOT,**  
Responsable de la Stratégie sur  
les Marchés Développés



**Claire HUANG,**  
Macrostratège, Marchés  
Émergents

Les marchés d'actions devraient finir l'année plus hauts qu'ils ne l'ont commencé

Bien que la reprise économique mondiale ait été anticipée dès 2020, la rotation pro-cyclique en cours devrait se poursuivre. La faiblesse du dollar nous fait préférer les marchés émergents, mais le Japon possède d'autres atouts pour au moins contribuer à bien équilibrer un portefeuille.

### 2021, une année pro-cyclique en faveur des actions

Dans une année de reprise économique, le couple rentabilité/risque est généralement favorable aux actions. En dépit d'un confinement dans certains pays, notamment en Europe, le mois de janvier commence d'ailleurs sous de bons auspices avec la diffusion du vaccin, l'accord sur le Brexit et une victoire démocrate au Sénat américain propice à un plan de relance d'ampleur.

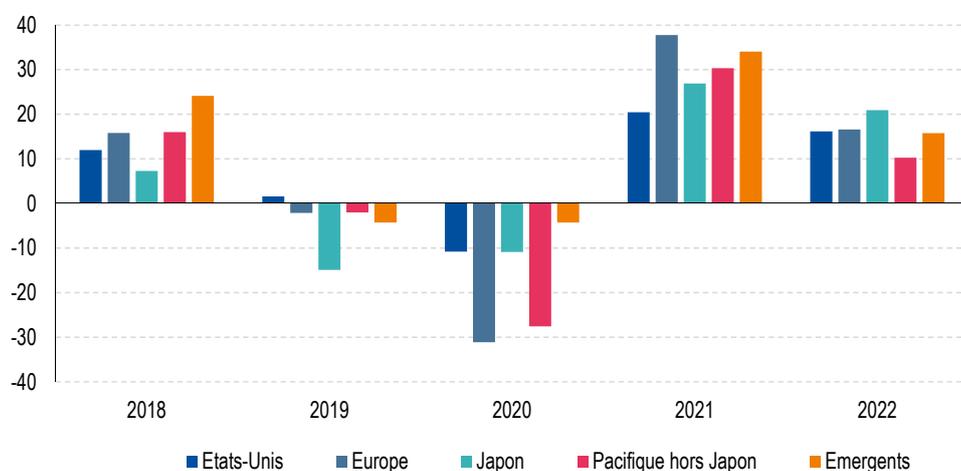
#### ► Les actions vont profiter d'une forte reprise des profits

Avec une croissance mondiale qui doit

progresser de plus de +5 % en 2021, les profits globaux devraient rebondir de plus de +25 % (graphique 1).

Le cycle économique ne fait que démarrer et la phase de croissance va s'étaler sur plusieurs années. Les indicateurs de marché corroborent d'ailleurs cette vision constructive. Le dollar faiblit, ce qui contribue à la hausse des anticipations d'inflation aux États-Unis, anticipations elles-mêmes corrélées au ratio cycliques/défensives et aux prix des matières premières industrielles; ces derniers étant un proxy de l'évolution des profits globaux.

### 1/ Croissance des Bénéfices Par Action



Source : Ibes, Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

#### ► Une partie de la reprise des profits sera absorbée par une baisse des PER

Les marchés d'actions ont anticipé la reprise économique dès 2020 suite au puissant soutien des banques centrales et des gouvernements puis à l'annonce de l'arrivée du vaccin en novembre juste après les élections américaines. Alors que dans le même temps les profits chutaient, les PER se sont tendus à des niveaux extrêmes, parfois inégalés depuis l'an 2000,

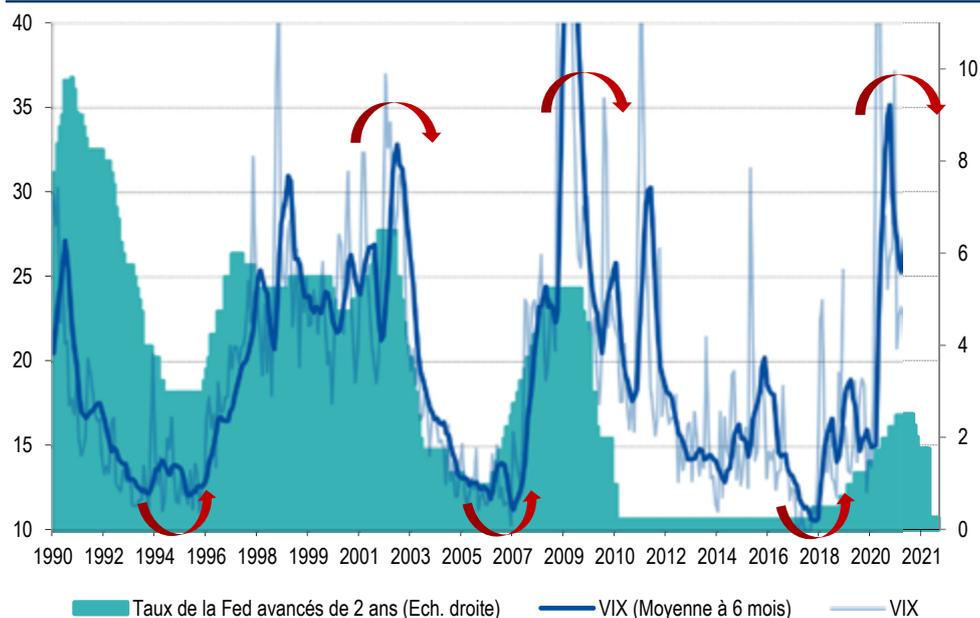
avec une différence notable entre ces deux périodes. Les PER de l'an 2000 se référaient à des profits de haut de cycle alors que les PER actuels sont basés sur des profits de bas de cycle. La reprise des profits sera donc en partie consommée par une baisse des PER. Cependant, la liquidité assurée par les banques centrales et le contexte de taux bas permettra aux PER de rester à des niveaux quand même suffisamment élevés pour autoriser in fine les actions à délivrer entre +5 % et +10 % sur l'année.

## LE THÈME DU MOIS

► **Le pic de volatilité a été atteint en 2020 et les flux devraient favoriser les actions**

Historiquement, la volatilité tend à diminuer au fur et à mesure de la reprise des profits. Elle est aussi une fonction retardée de 18 mois à deux ans de l'évolution de la politique monétaire (graphique 2). Le point haut

des taux de la Fed ayant été atteint en 2019, il est ainsi fort probable que la volatilité baisse structurellement dans les mois et années à venir. Cela devrait encourager un retour des flux sur les marchés d'actions d'autant que les *spreads* High Yield ont fondu et que les alternatives en matière d'actifs risqués sont donc moins généreuses.

2/ **VIX et taux de la Fed**

Source : Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

La rotation pro-cyclique devrait se poursuivre

► **Les risques restent bien sûr présents mais le couple risque / rentabilité est favorable**

Il existe trois sortes de risques. Le plus dangereux, de loin, serait une remise en cause de l'efficacité du vaccin et une reprise incontrôlée du virus. Au-delà de ce cygne noir, un second type de risques consisterait en un décalage dans le temps de la reprise économique (confinement, retard de la vaccination, etc.). Ce serait plutôt de nature à créer des opportunités dans la mesure où les banques centrales et les gouvernements restent en soutien. Enfin, le troisième type de risques consiste au contraire, notamment en Chine et/ou aux États-Unis, à ce que la reprise soit suffisamment enclenchée pour envisager un retrait du soutien. Toutefois, si les banques centrales pouvaient bien finir par être testées par les marchés à cet égard, il serait probable que leur première réponse soit plutôt de nature à rassurer.

► **Comment décliner cette approche pro-cyclique dans un portefeuille en actions ?**

En termes de style, les petites valeurs sont un candidat tout trouvé. Cet actif, toujours à privilégier en début de cycle, a déjà bien rebondi, mais son potentiel n'a pas encore atteint ses limites. Quant au style Value, en retard par rapport aux autres valeurs cycliques, il recèle quant à lui un potentiel de rattrapage attractif. Enfin, généralement les reprises économiques ne sont pas porteuses pour les valeurs de qualité, mais compte tenu du faible niveau des taux et de la disruption en cours nous pensons que ce style, de même que les valeurs ESG, constitue un complément valable aux valeurs cycliques pour balancer le risque d'un portefeuille, en acceptant un horizon d'investissement de plus long terme et tant qu'on ne le surpasse pas. Au niveau géographique, cela se décline par une préférence pour les marchés émergents surtout

## LE THÈME DU MOIS

depuis que les devises ont cassé à la hausse contre le dollar US. Mais le Japon et la zone euro, également cycliques et value, devraient aussi tirer leur épingle du jeu au moins dans un premier temps.

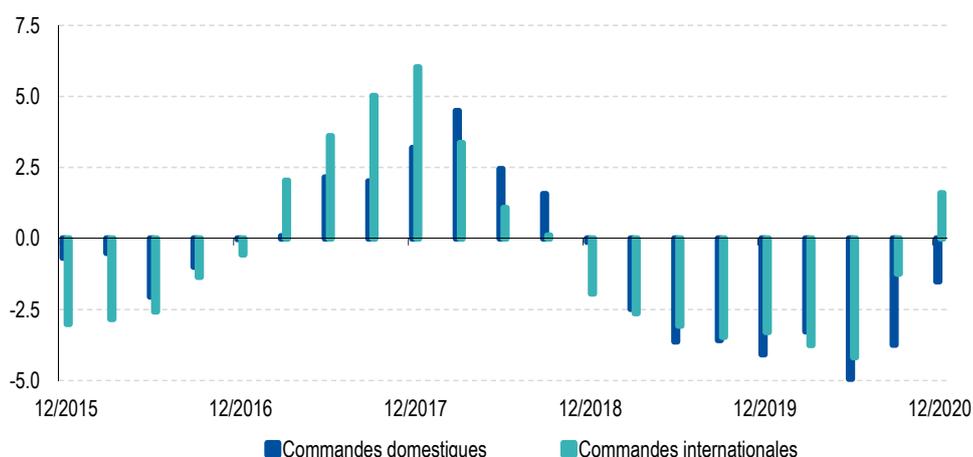
### Souvent atypique, le cas du Japon nous semble intéressant à mettre en exergue

#### ► Une reprise économique à deux vitesses

Malgré un nouvel élan de l'épidémie au Japon cet hiver, on notera que la demande extérieure a encore accéléré au quatrième trimestre. Les nouvelles commandes internationales de machines-outils ont ainsi augmenté de 15.9 % sur le trimestre en glissement annuel, après deux ans de contraction, alors que la demande intérieure a

marqué le pas (graphique 3). Le marché des actions japonais semble vouloir faire l'impasse sur les dernières données liées à la mobilité et préférer se concentrer davantage sur l'exposition à la demande mondiale des entreprises ainsi que sur le soutien structurel de l'administration Suga à la numérisation et la neutralité carbone. Aussi, contrairement aux marchés européens, le MSCI Japon a plus qu'effacé la baisse liée à la pandémie dès 2020 et a terminé l'année sur des records (+7 % en 2020, contre -4 % en Europe et +19 % aux États-Unis). L'indice Nikkei est même revenu à son niveau d'août 1990, ce qui reste certes encore 30 % en deçà de son record historique de décembre 1989, mais démontre que les changements structurels en cours au Japon portent leurs fruits.

### 3/ Japon - Commandes de machines-outils : domestiques vs. Internationales



Source : Economic and Social Research Institute, CEIC, Recherche Amundi au 14 janvier 2021

#### ► Un candidat évident à une reprise cyclique

En fait, les bénéfices des entreprises japonaises ont tendance à évoluer de pair avec le cycle mondial, ce qui fait du Japon un candidat idéal pour jouer une reprise cyclique. Avec le raffermissement du PMI mondial, la croissance des bénéfices qui a commencé à se redresser au troisième trimestre devrait poursuivre sur sa lancée (graphique 4). Sur une base 100 en 2019, les profits du MSCI Japon devraient rebondir selon Ibes à 137 en 2022 soit un peu moins que les émergents (148) mais davantage que les États-Unis (125) et l'Europe (112).

La composition sectorielle du marché lui est en effet favorable. Les deux premiers secteurs de la place japonaise sont les industrielles et la consommation discrétionnaire qui représentent respectivement 21 % et 18 % de l'indice MSCI, soit 39 % contre 22 % pour la moyenne mondiale. Au total, les secteurs cycliques, y compris la technologie, pèsent 2,3 fois le poids des secteurs défensifs. Certes un peu moins que pour les émergents (2.9x) mais davantage que pour les États-Unis (1,9x) et l'Europe (1,1x).

#### ► Une valorisation attractive

Depuis l'éclatement de la bulle des années 1980, le PER stratosphérique

Cyclique et bon marché, le Japon a des atouts

LE THÈME DU MOIS

4/ Croissance des bénéfiques au Japon et PMI monde

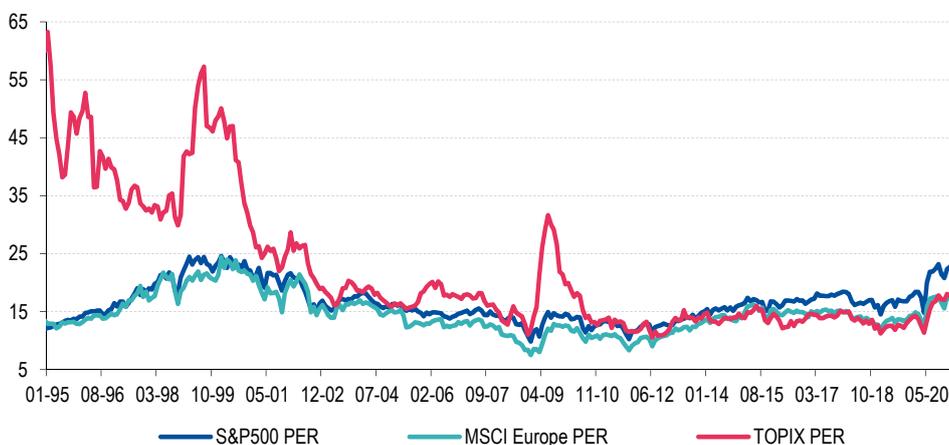


Source : Ministère des Finances, CEIC, JPM, Amundi Recherche, données au 12 janvier 2021

du marché japonais a progressivement convergé à la baisse vers le niveau des PER des autres marchés développés au début des années 2000 (graphique 5). Aujourd'hui, à peu près équivalent à celui de la zone euro (17,8x contre 17,4x pour le MSCI EMU), il affiche une décote de 23 % par rapport au PER 12 mois forward du marché américain

(23.1x). Ajustée du cycle, la décote atteint même 35 % (CAPE à 22.1x contre 33.8x pour les États-Unis). Complété par d'autres mesures de valorisation comme le rendement, le Price Cash-Flow et le Prix sur actif net au sein d'un indicateur composite, il apparaît là aussi plus attractif que ses concurrents.

5/ PER à 12 mois



Source : Ibes, Datastream, Recherche Amundi, données au 20 janvier 2021

► Un endettement maîtrisé au niveau des entreprises

Les sociétés japonaises ont commencé à se désendetter depuis l'éclatement de la bulle des années 1980. La crise asiatique de 1997, l'éclatement de la bulle internet, la grande crise financière n'ont fait qu'encourager ce mouvement de fond. La dette nette des entreprises non financières rapportée à l'actif du bilan a par exemple été divisée par deux depuis 20 ans (de 30 % à 15 % selon Worldscope). Et ce, même

si la distribution aux actionnaires a augmenté dans le même temps, notamment du fait des buybacks, autorisés depuis 2001 et encouragés par le premier ministre Abe, ce qui a par ailleurs contribué à redorer l'image des actions japonaises. La situation financière des entreprises japonaises s'est donc considérablement assainie.

► Le risque ? Une corrélation au Yen qui pourrait agir comme un frein

Le lien entre la performance relative de l'indice japonais et le MSCI Monde

## LE THÈME DU MOIS

est tenace. Le marché japonais sous-performe quand le Yen s'apprécie contre Dollar et vice versa.

Dans un contexte de baisse tendancielle du billet vert, ce paramètre, sans être fortement négatif pour autant, ne joue donc pas en faveur du marché nippon. Au final, il nous semble cependant que les atouts du Japon dans cette phase de reprise économique sont supérieurs à ce risque, d'autant que les achats réguliers d'ETF par la BoJ, surtout dans les phases de baisse, contribuent à réduire la volatilité du marché.

**Conclusion**

Même si la reprise économique mondiale a été anticipée dès 2020, elle devrait se concrétiser en 2021. Une partie du rebond des profits

sera absorbée par la baisse des PER, mais, sous réserve que les politiques monétaires et gouvernementales restent accommodantes, ce que nous pensons, les marchés d'actions devraient finir l'année plus hauts qu'ils ne l'ont commencé. La rotation procyclique en cours devrait aussi se poursuivre. Au niveau régional, si la faiblesse du dollar nous fait préférer les marchés émergents, le Japon possède d'autres atouts intéressants pour surprendre à la hausse cette année ou au moins contribuer à bien équilibrer un portefeuille. Il est en effet très cyclique, faiblement valorisé, présente un endettement assaini au niveau de ses entreprises et une volatilité plus faible qu'ailleurs.

*Achévé de rédiger le 20 janvier 2021*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Forecasts  
Sovereign Bonds High  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msicibarra.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: [info@amundi.com](mailto:info@amundi.com).

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Carmen Martínez Torrán

#### Directeur de la publication

**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe

#### Rédacteur en chef

**DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe

#### Avec la contribution de la Recherche Groupe

**AINOUZ Valentine**, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

**BELLAICHE Mickael**, Stratégiste Taux

**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**BRECHT David**, CFA, Analyste obligataire

**HUANG Claire**, Macrostratégiste, Marchés Émergents

**CESARINI Federico**, Stratégiste Cross Asset

#### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

**FIOROT Laura**, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

#### Conception et support

**BERGER Pia**, équipe de Recherche

**PONCET Benoit**, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

#### Rédacteurs en chef adjoints

**BLANCHET Pierre**, Responsable Investment Intelligence

**BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views

**DELBO' Debora**, Stratégiste Senior Marchés Émergents

**DROZDZIK Patryk**, Marchés émergents, Économiste

**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux

**HERVE Karine**, Marchés émergents, Économiste Senior

**LEONARDI Michele**, Analyste Cross Asset

**MIJOT Éric**, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

**PERRIER Tristan**, Analyste Global Views

**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset

**USARDI Annalisa**, CFA, Économiste Senior

**VARTANESYAN Sosi**, Marchés émergents, Économiste Senior

**WANE Ibra**, Stratégiste Actions Senior

**DHINGRA Ujjwal**, Amundi Investment Insights Unit

**PANELLI Francesca**, Amundi Investment Insights Unit