

## Nikkei-Eurostoxx, un passage obligé pour le stratège européen



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

10 juin 2016

Rappel Présentation  
trimestrielle



[Lien invitation](#)

Dans un contexte d'aversion au risque, l'intérêt pour le marché boursier nippon est retombé ces derniers temps. L'échec des Abenomics, l'appréciation du yen et les achats de titres par la Banque du Japon ont refroidi les investisseurs étrangers. Depuis le début de l'année, le sujet même des développements de l'économie japonaise a bien du mal à retenir l'attention. Le contraste est saisissant par rapport aux trois dernières années durant lesquelles le Japon a souvent servi de facteur de différenciation des stratégies d'investissement.

À en juger par l'exceptionnel degré de corrélation entre l'indice Nikkei et l'Euro Stoxx 50 ces derniers trimestres, mieux vaudrait, pourtant, que les investisseurs s'enquière davantage de ce marché lointain avant d'aiguiser leur propre stratégie sur les indices européens, leur exposition au risque, voire davantage...

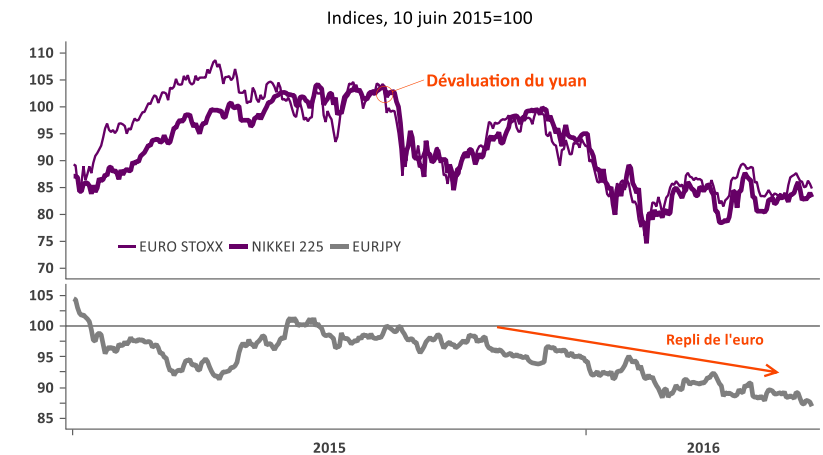
### Intrigante corrélation

Au cours de l'année écoulée, les performances comparées des indices Euro Stoxx 50 et Nikkei 225 ont été remarquablement identiques : non seulement les deux indices ont baissé dans des proportions très comparables, de respectivement 15,2 % et 16,9 % en monnaie locale, mais ils ont étonnamment épousé les mêmes oscillations au fil du temps.

Il y a, pourtant, peu de raisons fondamentales pour une telle corrélation que ni les cheminements respectifs des économies européennes et japonaise, ni les évolutions des devises ne permettent de justifier. En l'occurrence, la situation économique s'est sensiblement améliorée en zone euro depuis le printemps 2015, tandis que celle du Japon s'est nettement détériorée ; par ailleurs, le taux de change du yen s'est notablement apprécié contre le dollar et l'euro tout au long de la période sous revue.

Au vu de ces tendances, la bourse européenne aurait dû surperformer l'indice japonais, comme l'envisageaient, d'ailleurs, bon nombre d'investisseurs en début d'année.

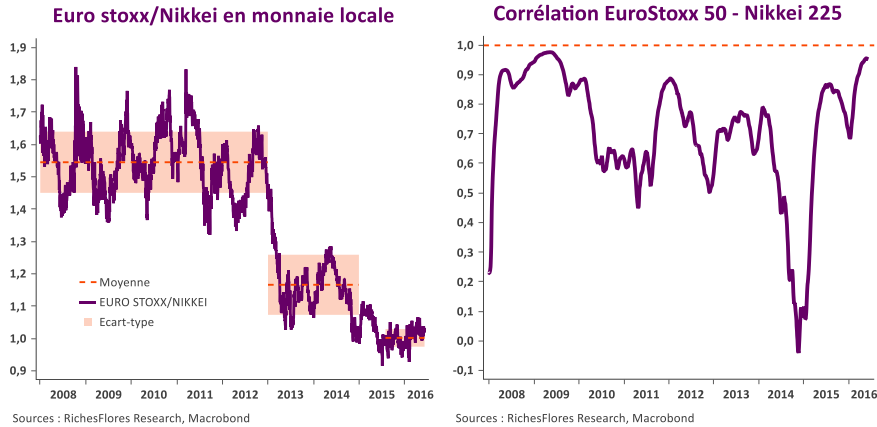
### Euro Stoxx 50, Nikkei 225 en monnaie locale et Euro-Yen



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Par ailleurs, l'histoire récente ne montre pas de corrélation particulière entre ces deux indices. Entre 2008 et 2012, la performance relative de l'Euro Stoxx par rapport au Nikkei a oscillé avec un écart-type de +/- 6,2 % ; après l'arrivée du Premier Ministre Shinzo Abe en décembre 2012, suivie d'une chute de plus de 20 % du yen, cette même mesure de l'écart de performance est restée élevée, à +/- 8 % en moyenne jusqu'au début de l'année dernière.

Les oscillations de moins de 3 % au cours de l'année écoulée, assorties, aujourd'hui, d'un degré de corrélation de 95 % entre les deux indices sont donc assez largement atypiques.



Comment expliquer cette situation et qu'en déduire en matière de stratégie d'investissement ? Plusieurs pistes s'offrent à la réflexion.

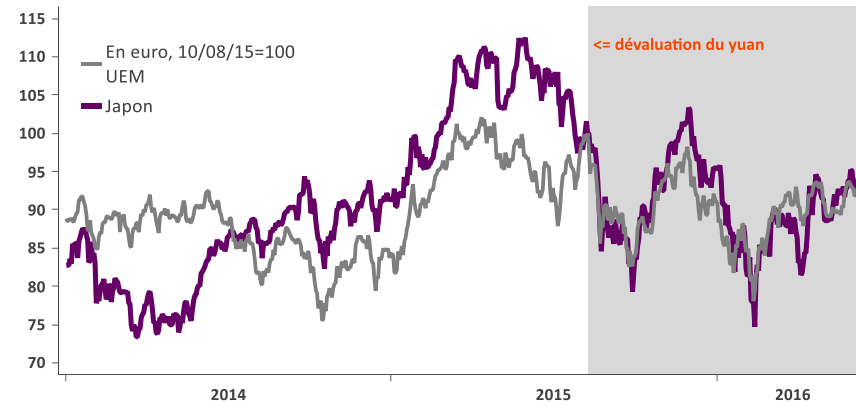
### Une histoire chinoise ?...

L'explication est incontestablement tentante. Il est assez notable en effet que la corrélation entre l'Euro Stoxx et le Nikkei s'est sensiblement accrue à partir du mois d'août 2015, plus précisément à partir du 11 août, date de la dévaluation du yuan par la Banque Populaire de Chine.

Véritable marqueur du changement de cap de la politique chinoise, également révélateur de difficultés beaucoup plus profondes que généralement escompté de l'Empire du Milieu, cette dévaluation a incontestablement modifié le sentiment des investisseurs sur la scène internationale, ayant notamment pour effet de détériorer les perspectives de croissance de la demande mondiale auxquelles sont fortement exposées les entreprises européennes - en premier lieu allemandes- et japonaises, tout en intensifiant les pressions déflationnistes déjà à l'œuvre.

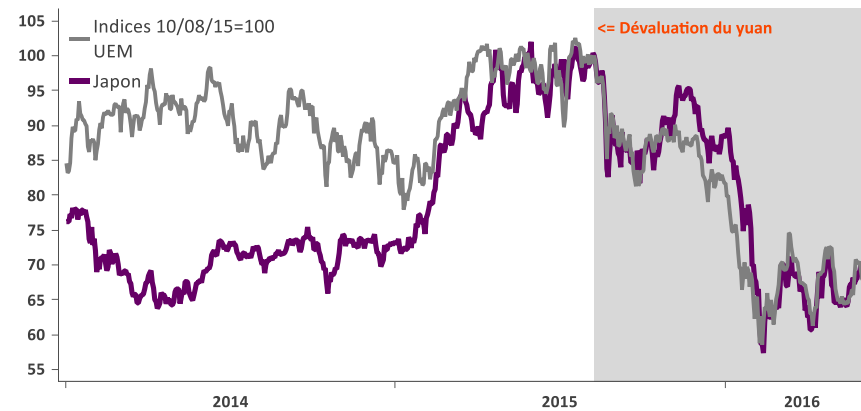
- Témoin de cet effet, les performances nippones et européennes du secteur des biens d'équipement, traditionnellement très sensibles aux perspectives de demande en provenance du monde émergent, sont intimement liées depuis août 2015.

### Indices MSCI des biens d'équipement au Japon et en zone euro



- L'intensification des pressions déflationnistes engendrée par la dévaluation du yuan, est sans doute à l'origine du regain de convergence des performances bancaires entre les deux régions ; l'exposition au risque de déflation est de nature comparable au Japon et en Europe et a d'ailleurs eu les mêmes implications de politique monétaire quelques mois plus tard, la BCE et la BOJ passant toutes deux en régime de taux d'intérêt négatifs...

### Indices des valeurs bancaires des bourses japonaise et européenne



L'ensemble est assez convaincant mais assurément insuffisant. Si la politique de change de la Chine joue assurément un rôle essentiel sur les marchés internationaux, certains secteurs en particulier, difficile d'imaginer que ce facteur explique à lui seul l'intégralité du phénomène de corrélation entre les bourses européenne et nippone observé plus haut.

### ... Ou, tout bonnement, un témoin de l'aversion au risque ?

L'impact du changement de l'aversion au risque joue sans doute également un rôle important sur cette intrigante corrélation. Si l'on admet que les fluctuations de l'or sont inversement proportionnelles à l'appétit pour les actifs à risque, alors sans doute a-t-on là un élément d'explication indispensable au bouclage de l'analyse qui précède, ceci d'autant plus que le métal précieux est très fortement corrélé au taux de change du yen depuis l'arrivée du Premier ministre Abe au Japon...

### Taux de change du yen et cours de l'or

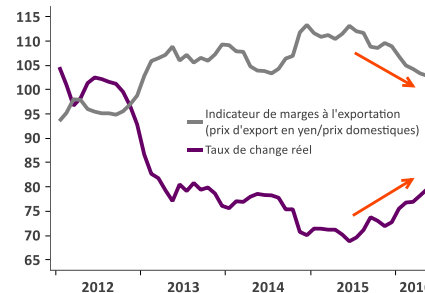


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le yen, valeur refuge, a, en effet, profité au même titre que l'or du regain d'aversion au risque de ces derniers trimestres ; une tendance assez largement insupportable compte-tenu du contexte de déflation en présence au Japon et dans le reste du monde. La situation est, à ce titre, assez distincte

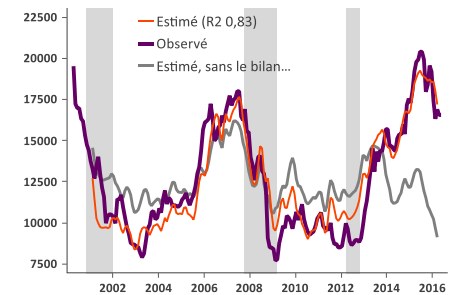
de celle d'un passé où l'économie japonaise était la seule frappée déflation, cette caractéristique ayant longtemps protégé le pays d'une appréciation de son taux de change réel. Les écarts d'inflation du reste du monde avec le Japon s'étant considérablement réduits, l'appréciation nominale du taux de change du yen signifie de facto appréciation de son taux de change réel, aux implications économiques automatiquement plus importantes. Ceci explique la vigilance de la Banque du Japon à l'égard de sa devise, malgré des marges de manœuvre très réduites.

### Taux de change réel du yen et marges à l'exportation du Japon



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Indice Nikkei observé et estimé \*



Sources : RichesFlores Research, Macrobond  
\* Sur la base des taux 2 ans, des marges à l'exportation, de la production industrielle et du bilan de la BoJ

C'est bien par ce canal que transite l'essentiel de la diffusion de l'aversion au risque vers le marché européen et, vraisemblablement, les secteurs les plus exposés aux fluctuations du change et à l'environnement de taux d'intérêt, la BCE n'ayant pas plus avantage à laisser s'apprécier l'euro que la BoJ.

### Que déduire de ces circonvolutions ?

Plusieurs suggestions ressortent de ces analyses.

À l'heure où de nombreux investisseurs sont tentés d'accroître leur exposition au marché européen, après, il est vrai, une période de consolidation particulièrement longue dans un contexte de résilience exceptionnelle du marché américain, l'analyse qui précède suggérerait deux conditions préalables à d'une telle décision.

- 1- Un relatif engouement au sujet du marché japonais
- 2- Ou, dans le cas contraire, la capacité de prouver que les deux marchés puissent dorénavant suivre des trajectoires sensiblement différentes, qui imposerait de justifier la cassure de la corrélation observée au cours de l'année écoulée.

**Euro Stoxx 50 depuis le 1er avril 2015**



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Notre analyse des perspectives du marché japonais n'est guère encourageante. En deux mots, et sans aborder ici les questions structurelles, l'économie nippone est exsangue et le marché nippon très cher au regard des développements aujourd'hui à l'œuvre sur le plan international et le taux de change. Nous conservons, au demeurant, un objectif dans la zone de 14 000-14 500 points pour l'indice Nikkei à horizon des six à douze prochains mois.

S'agissant de la réduction de l'aversion au risque qui serait nécessaire pour envisager une dé-corrélation entre le marché européen et le marché nippon,

l'environnement présent n'y est guère propice, ceci pour au moins trois raisons :

- L'économie chinoise est loin d'être sortie de l'ornière, semblant notamment devoir continuer à ajuster à la baisse le niveau de son taux de change encore éminemment surévalué ;
- L'économie américaine est à deux doigts d'une récession, l'argument positif d'une absence de hausse des taux directeurs de la Fed ne pouvant être considéré comme durablement favorable pour les marchés d'actions alors que les perspectives de croissance ont de grandes chances de continuer à se détériorer
- L'agenda politique international des mois à venir -référendum britannique sur la Brexit, législatives espagnoles, Présidentielle américaine pour ne citer que les principales échéances...- n'est guère propice à l'appétit pour les actifs à risque. Les enjeux de chacune de ces échéances sont considérables et la visibilité sur leurs conséquences éventuelle est absente.

Rien de ce qui précède ne permet, dès lors, de prendre le pari d'un regain de performance du marché européen dont nous continuons à penser qu'il est plus exposé à un risque de baisse que de reprise, malgré l'embellie des conditions conjoncturelles aujourd'hui à l'œuvre.

**Véronique Riches-Flores**  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)