

Chronique hedge funds

Japon, entre flux et diversification positive



Olivier Bézégues*

Les portefeuilles de fonds alternatifs n'échappent pas à la question centrale et récurrente de la diversification. Aussi, penchons-nous sur le cas du marché japonais des actions.

En effet, la corrélation mensuelle des rendements du Nikkei 225 et du S & P 500 est de 0,26 sur les trente-six derniers mois, un niveau historiquement bas. Force est de reconnaître qu'avec une performance annuelle de 18,15% à fin septembre, l'adjonction d'exposition au marché japonais aura été bénéfique à tous points de vue sur cette période. Ceci est d'autant plus flagrant si l'on considère un fonds de portefeuille long short, les gérants concentrés sur le Japon diversifiant à merveille leurs homologues américains.

Le marché actions japonais a de quoi faire peur aux plus téméraires. Avec une descente aux enfers qui aura duré quinze ans, le Nikkei sera passé de 39 000 à son plus haut en 1989 à 7700 en mai 2003

en abandonnant au passage 80% de sa valeur.

Cependant, quelques éléments nous poussent à croire que la tendance s'est inversée. Le mois de septembre aura vu les indices majeurs japonais toucher leur plus haut niveau depuis 2001 (+9,35% en septembre). Les volumes ont atteint des niveaux record, et les fonds étrangers affluent sur le marché japonais jusqu'à représenter 75% du volume quotidien.

Les incertitudes qui pèsent sur les marchés européens et américains ont clairement favorisé l'afflux de liquidités sur le pays du Soleil-Levant. De plus, le plébiscite de Koizumi a conduit le LDP à une victoire significative à la Chambre basse, lui donnant ainsi un mandat fort pour poursuivre son programme de réformes.

Les investisseurs étrangers voient cela d'un très bon œil et s'accordent sur le fait que cela constitue le signe tangible que l'économie japonaise est enfin entrée dans une phase de rétablissement durable. Quant à savoir si ce rétablissement est un rebond cyclique ou un mouvement décennal, le débat reste ouvert. Cependant, cet environnement offre un cadre très favorable à la croissance économique endogène du pays, d'où l'intérêt de se pen-

cher sur des gérants qui sauront se positionner *long* sur les sociétés concentrées sur le marché intérieur japonais.

Un marché haussier est toujours plus favorable au gérant long/short qu'un marché baissier, les gérants ayant dans leur majorité un biais long et de meilleures qualités de *stock picker* du côté long de leur portefeuille que du côté court. La surperformance du côté long est souvent le résultat de gains significatifs réalisés sur des petites et moyennes capitalisations, ou d'un timing exceptionnel sur les mouvements de marchés.

Malheureusement, trop peu de gérants présentent de vraies qualités de short sellers sur ce marché et très peu ont survécu à la baisse de l'indice sur ces quinze dernières années. Il faut reconnaître que la sensibilité des titres japonais aux flux entrants et sortants de capitaux est bien plus élevée qu'ailleurs, ce qui rend les positions short très risquées. Les gérants qui savent utiliser à bon escient des futures sur indices pour se couvrir arrivent à protéger leurs rendements.

Le marché japonais a très bien performé ces trois derniers mois en dépit de derniers indicateurs assez médiocres annoncés en

septembre pour les mois de juillet et août, particulièrement en ce qui concerne l'emploi et les salaires, les ventes au détail n'ayant pas évolué. La preuve si cela est nécessaire que le Japon n'a pas fini d'évoluer au gré des flux de capitaux étrangers. Aussi la nécessité pour les gérants d'être particulièrement près du marché et près des institutions qui contrôlent les flux ou encore très proches des institutions qui font les flux est fondamentale.

Quant à l'évaluation des titres, si le consensus s'accorde à dire que le marché est sous-évalué, il faut reconnaître que le marché possède une large marge haussière avant d'être suracheté. De plus, l'augmentation récente de la dispersion des rendements à la hausse et à la baisse à l'intérieur des indices japonais est très favorable aux gérants long short. De nombreux gérants ont tiré parti de cela en générant des rendements positifs sur le côté short de leur portefeuille malgré des marchés orientés à la hausse.

*Analyste financier CIAA.

Un marché haussier est toujours plus favorable au gérant long short qu'un marché baissier