

# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

JUILLET 2012

## LE JAPON, PROFIL DE NOTRE AVENIR ?



### « INVESTIR EN PÉRIODE DE DÉFLATION »

IL Y A MAINTENANT 14 ANS que Burgundy investit dans des actions japonaises. Même si nos rendements ont été raisonnablement positifs l'exercice a néanmoins constitué un défi et parfois une source de frustrations. Affligée par le perpétuel gonflement des déficits et des dettes du gouvernement, par le vieillissement de la population, par l'insuffisance de la gouvernance des sociétés, par des entreprises handicapées par la concurrence mondiale et par une devise forte, l'économie japonaise a stagné. Bien que plusieurs des sociétés japonaises que nous détenons aient bien réussi dans cet environnement — en réalisant de fortes marges bénéficiaires et de hauts rendements sur leur capital, en générant d'abondants flux monétaires disponibles (la plupart desquels sont actuellement redistribués aux actionnaires par des dividendes et des rachats d'actions) et en accroissant leurs parts de marchés —, elles n'ont pas été sans subir les effets de la léthargie de l'économie et du déclin de l'intérêt des investisseurs à l'égard des sociétés japonaises.

L'économie japonaise fut l'enfant modèle de croissance rapide et de développement au cours des années soixante à quatre-vingts, mais au cours des 20 dernières années, elle n'a pu réaliser qu'une croissance de 1 % en termes réels. Par contraste

avec le reste du monde, notamment les économies en développement, le Japon s'est révélé incapable de redynamiser sa performance au cours des deux dernières décennies. Au cours de ces « décennies perdues », nous avons été témoins d'un déclin dramatique de la puissance économique et de l'influence géopolitique du pays.

Jusqu'à tout récemment, la longue stagnation de l'économie japonaise était perçue comme une anomalie et un événement peu susceptible de se reproduire ailleurs dans le monde. Ainsi, Masaaki Shirakawa, le gouverneur de la Banque du Japon, déclarait à un auditoire au London School of Economics : « Lors de diverses rencontres internationales auxquelles j'ai participé au cours des dix dernières années, les décideurs politiques et les académiciens ont fréquemment omis de discuter sérieusement de la stagnation économique du Japon, écartant simplement le sujet comme si l'échec de la société japonaise et de ses décideurs à réagir promptement et de façon décisive aux problèmes était une particularité du caractère de la société japonaise. » En effet, au cours de ses 14 années au Japon en tant qu'investisseur, Burgundy n'a cessé d'entendre les économistes et les investisseurs déclarer que la persistance de la stagnation de la

## LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

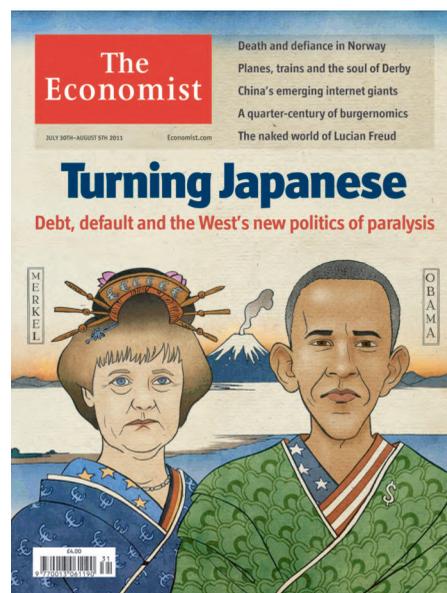
croissance était indument et douloureusement entretenue par les mesures intempestives et insuffisantes du Japon pour résoudre ses problèmes.

Mais la situation du Japon est-elle aussi particulière que cela à ce pays? Nous remémorant l'expérience de placement de Burgundy au Japon, force est de constater que le Japon n'est plus vraiment un cas isolé. L'après-crise financière mondiale, s'est caractérisée par une croissance ralentie, un chômage élevé, une augmentation des déficits budgétaires et de la dette des gouvernements, l'instabilité politique et la méfiance générale à l'égard des marchés financiers tant aux États-Unis qu'en Europe — un scénario familier aux observateurs de la situation au Japon depuis l'éclatement des bulles immobilières et boursières attisées, à la fin des années quatre-vingt, provoquées par un crédit trop facile. Nous pensons que les investisseurs auraient avantage à tirer profit des leçons que nous avons apprises à la faveur de nos opérations de placement au Japon depuis 14 ans. Plus précisément, en période d'incertitudes, les investisseurs devraient s'en tenir aux sociétés de qualité et demeurer patients et disciplinés.

### Devenir japonais

Le magazine *The Economist* attirait l'attention de ses lecteurs sur les similitudes économiques des États-Unis, de l'Europe et du Japon en frontispice de sa livraison de juillet 2011, laquelle montrait le président Obama et la chancelière allemande Merkel, tous deux vêtus d'un kimono, sous le titre *Turning Japanese*. George Soros, un des plus grands investisseurs de tous les temps, et dont les avis en matière de placements et d'économie sont largement suivis, déclarait récemment dans le magazine *Newsweek*: «La situation est une des plus sérieuses et pénibles qu'il m'ait été donné de vivre. Nous faisons face à des temps difficiles, comparables à plusieurs égards à la Grande Dépression des années trente. Nous sommes aux prises avec un recul des pays développés qui menace de déboucher sur une décennie ou plus de stagnation, ou pire. Le meilleur scénario serait une période de déflation et le pire serait l'éclatement du système financier.»

Ne fondant nullement ses décisions de placement sur les prévisions de tendances, Burgundy évite les prévisions macroéconomiques élaborées au moyen de l'approche descendante. Sans pour autant ignorer les facteurs macroéconomiques, nous préférons concentrer nos efforts sur la recherche portant sur les facteurs propres à chacune des entreprises (l'approche ascendante, qui porte tout d'abord sur les éléments structurants et les ressources fonctionnelles). Comme le disait Warren Buffett, «Les investisseurs devraient se soucier de la valeur des titres qu'ils achètent plutôt que du choix du moment de leur achat. Il est insensé de s'abstenir d'acheter des actions d'une entreprise dont l'avenir à long terme est prometteur, simplement en raison d'inquiétudes à court terme concernant l'économie ou la Bourse. Pourquoi écarter une décision bien étayée simplement à cause d'une hypothèse non vérifiée?» Au demeurant, en tant qu'investisseurs dans des sociétés, nous sommes conscients que le contexte macroéconomique exerce une influence directe sur les sociétés que nous détenons. La déflation est un phénomène rare et particulièrement pénible pour les entreprises. La possibilité grandissante de l'avènement de conditions adverses à l'économie globale et aux affaires invite donc à l'examen plus poussé des expériences antérieures pertinentes. Or, le cas du Japon au cours des 20 dernières années peut être d'une pertinence bouleversante en ce qui a trait aux questions d'aujourd'hui.



# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

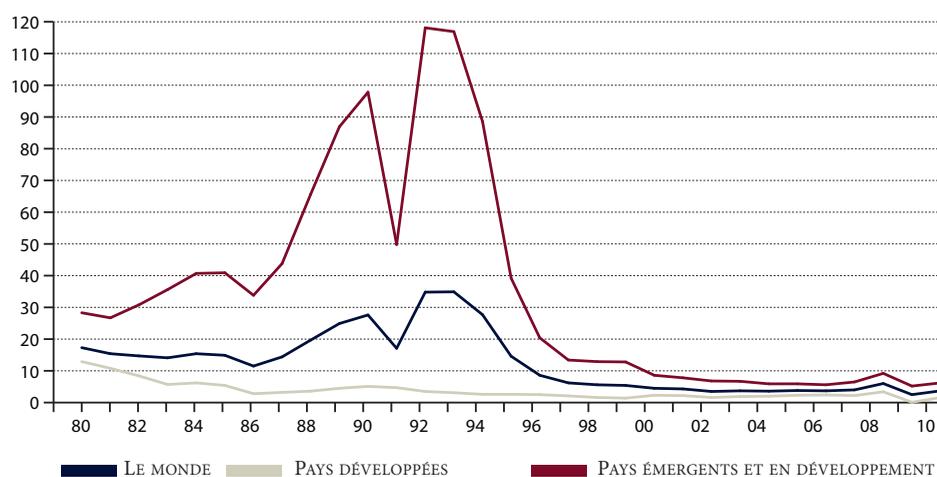
## Les périls de la déflation

Au cours des derniers 75 ans, les États-Unis n'ont connu que trois périodes de déflation, la dernière datant de 1949. Presque tout le reste du monde a subi le même sort. Ainsi, depuis 40 ans, l'indice mondial des prix à la consommation (v. graphique 1) reflète des périodes d'inflation (et même d'hyperinflation dans certains pays) de même

qu'une importante période de désinflation, mais en aucun moment une période de déflation. Étonnamment, c'est l'inverse qu'a connu le Japon. Contrairement au reste du monde, l'économie japonaise a en effet passé la majeure partie des derniers 20 ans en état de déflation (v. graphique 2)!

GRAPHIQUE 1

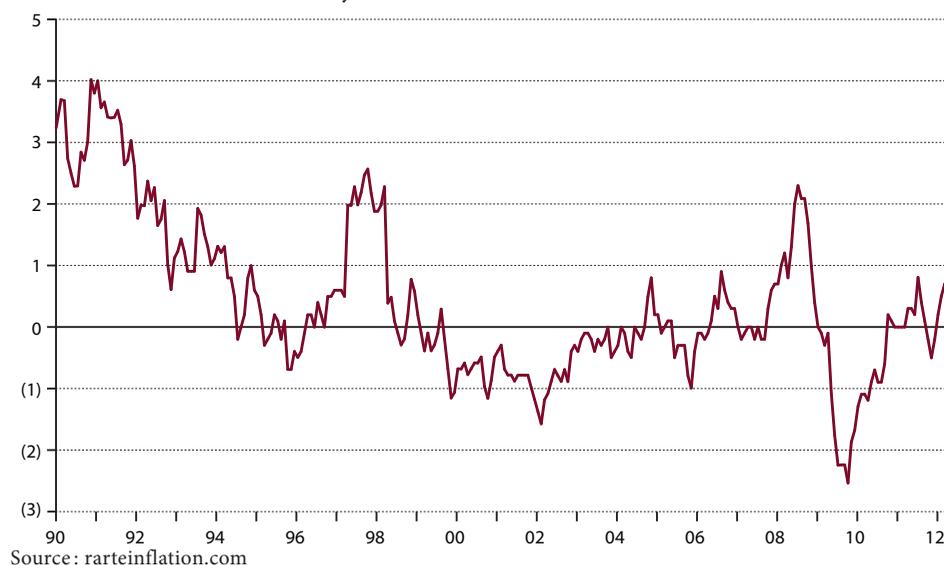
INFLATION MONDIALE DES PRIX À LA CONSOMMATION  
1980 à 2010 (% annuel)



Source: Dr Peter Warburton, « Practical History of Financial Markets » cours donné à l'Edinburgh Business school

GRAPHIQUE 2

TAUX D'INFLATION AU JAPON : VARIATION DE L'INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION  
Mois de janvier 1990 à 2012 (% annuel)



Source: rarteinflation.com

# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

## **La déflation nuit à l'économie de plus d'une façon**

• **La baisse progressive du prix des marchandises et des services ravage les entreprises.** — Le coût de la main-d'œuvre étant largement immuable, ce sont d'abord les bénéficiaires qui baissent en corrélation avec la baisse des prix. À la longue, les entreprises réagissent à la baisse des profits en réduisant la main-d'œuvre, ce qui accentue le chômage. En période de hausse du chômage, les salaires ont tendance à baisser. Les baisses de salaires se répercutent finalement sur la demande de biens et services, ajoutant aux pressions sur les prix et les entreprises. Voilà comment opère la spirale déflationniste.

• **La persistance de la baisse des prix engendre le paradoxe de l'épargne.** — Lorsque les consommateurs s'attendent à des baisses de prix, ils remettent à plus tard plusieurs achats ou s'abstiennent d'acheter. Si tout le monde se met ainsi à épargner plutôt qu'à dépenser, l'épargne totale de la population finit paradoxalement par baisser en raison du déclin de la consommation et de la croissance économique qui s'en suit. Les banques centrales préfèrent l'inflation à la déflation, certaines allant jusqu'à dire qu'elles sont résolues à faire tout ce qui est nécessaire pour éviter une insuffisance de la demande.

• **Il est très difficile d'augmenter les ventes en période de déflation.** — En période de déflation, les entreprises ne peuvent plus compter sur la croissance des ventes découlant de la hausse des prix et de la demande. À défaut de fusions ou d'acquisitions d'entreprises, un environnement mondial de déflation contraint les sociétés à réduire leur taille afin de baisser leurs coûts. Pourtant, une plus petite entreprise est moins apte à concurrencer ses rivaux dans un monde où les coûts réduits et les bas prix sont les facteurs primordiaux du succès.

• **La déflation s'accompagne de chutes tragiques du prix des immeubles et des actions, provoquant une destruction généralisée de la richesse.** — La déflation hausse la valeur réelle des dettes. Il s'en suit que le recours à des emprunts pour financer l'achat de résidences et d'actions (une pratique courante en période d'inflation) devient contreproductif en période de déflation et accélère

le processus de destruction de la richesse. Par exemple : la baisse du prix des habitations entraîne une hausse du ratio dette/valeur des propriétaires. Si les prix baissent suffisamment, la valeur nette d'une habitation peut devenir nulle, ouvrant la porte à un défaut sur l'hypothèque et une vente forcée. La baisse des emprunts est caractéristique des périodes de déflation, ce qui est très déstabilisant pour les marchés et pour l'ensemble de l'économie, et crée un milieu fertile pour le type d'événements cataclysmiques que Nasim Nicholas Taleb nommait des « Cygnes noirs ».

• **La déflation étouffe le dynamisme de l'économie, car elle favorise les épargnants plutôt que les emprunteurs de même que les personnes âgées plutôt que les jeunes.** — La mauvaise performance et l'extrême volatilité du prix des actifs risqués ont pour éventuel effet d'atténuer l'agressivité des acheteurs. Hors des obligations souveraines, les investisseurs ne trouvent plus refuge pour leurs avoirs et se mettent à préférer détenir des devises et des quasi-espèces plus que toutes autres formes de placements.

• **Pour les gouvernements et les décideurs politiques, la déflation rend la politique monétaire traditionnelle inopérante.** — Avec la réduction du nombre de leviers d'intervention économique utilisables, les gouvernements doivent recourir à des stimulus financiers pour aider l'économie. Il y a cependant une limite tant politique qu'économique aux dépenses des gouvernements. En outre, les réponses généralement apportées aux problèmes causés par la déflation — tels que l'instabilité des systèmes financiers, le chômage élevé, la hausse de l'instabilité sociale, etc. — ont des conséquences à long terme adverses qui nuisent à la croissance économique. Ainsi, des taux d'intérêt peu élevés peuvent aider les sociétés à éviter la faillite, mais ils en ralentissent les restructurations. Les opérations de sauvetage d'entreprise que font les gouvernements sécurisent l'emploi, mais elles freinent le réalignement et la rationalisation des entreprises. Accroître les déficits gouvernementaux stabilise l'économie, mais mène à une contraction des placements du secteur privé.

# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

## La déflation et les affaires

Vu la rudesse de l'impact de la déflation sur l'économie, il n'est pas surprenant que peu d'entreprises puissent prospérer dans un tel environnement (du moins en ce qui a trait au cours de leurs actions). Le tableau ci-contre rapporte la performance des 33 secteurs du Tokyo Stock Exchange depuis 1998, date à laquelle la déflation s'installait au Japon.\* La Bourse japonaise a chuté d'environ 40 % depuis 1998 et de nombreux sous-secteurs sont encore plus affectés.

Bien qu'à première vue on pourrait croire que l'investisseur moyen s'en tire fort mal avec ses placements en période de déflation, on doit éviter de tirer des conclusions sans plus de discernement. Les indices boursiers masquent en effet de grandes disparités de rendements et des contretendances à l'intérieur de chaque secteur. À titre d'exemple, le secteur du matériel technologique a subi une baisse moyenne de 43 % depuis 1998 ; pourtant, la société Canon Inc. (un fabricant de ce secteur) a vu le cours de ses actions monter ! Selon notre expérience, et les données chiffrées historiques, le cours d'une action et de la performance d'une société sont liés à des facteurs autres que la déflation. Ces facteurs incluent un cours initial élevé (c.-à-d. l'évaluation), les changements de la réglementation statutaire du secteur, la mondialisation et la concurrence. En fin de compte, même si l'activité de placement est plus exigeante en période de déflation, ce ne sont pas toutes les sociétés (ni tous les investisseurs) qui subissent le même sort.

**TABEAU 1**

PERFORMANCE DES COURS BOURSIERS AU JAPON  
PAR SECTEUR, DE 1998 À 2011

<b>Classification sectorielle Secteurs repaires</b>	<b>Taux de croissance</b>	<b>Nombre de sociétés</b>
Énergies de remplacement	245 %	1
Secteur minier	167 %	2
Tabac	161 %	1
Matériel pétrole, services et distribution	67 %	1
Pharmaceutique et biotechnologie	64 %	39
Télécommunications mobiles	28 %	5
Automobiles et pièces	21 %	125
Métaux industriels et mines	21 %	70
Transport industriel	5 %	70
Produits chimiques	4 %	158
Matériel et services de soins de santé	2 %	32
Ingénierie industrielle	(3 %)	247
Services de soutien	(4 %)	84
Aérospatiale et défense	(5 %)	4
Services publics	(6 %)	17
Détaillants d'aliments et de médicaments	(6 %)	53
Producteurs alimentaires	(6 %)	121
Industries générales	(10 %)	36
Producteurs pétroliers et gaziers	(12 %)	9
Matériel électronique et électrique	(18 %)	189
Biens personnels	(18 %)	92
Voyages et divertissements	(19 %)	94
Biens ménagers et constr. d'habitations	(22 %)	69
Articles de divertissement	(25 %)	29
Foresterie et papier	(28 %)	12
Détaillants généraux	(28 %)	142
Logiciels et services informatiques	(29 %)	51
Placements et services immobiliers	(31 %)	36
Médias	(32 %)	28
Construction et matériaux	(32 %)	247
Boissons	(35 %)	14
Matériel technologique	(43 %)	90
Électricité	(46 %)	10
Banques	(50 %)	73
Téléphonie fixe	(55 %)	1
Services financiers	(56 %)	41
Total		2293

\* Note : Nous n'utilisons pas les cours boursiers à partir de l'éclatement de la bulle immobilière et boursière en 1990, car l'indice des prix à la consommation était alors encore positif.

# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

## Les leçons apprises au fil des ans

Burgundy a tiré un certain nombre de leçons de son activité de placement dans l'environnement déflationniste des 14 dernières années au Japon.

• **Les périodes de déflation ne se répercutent pas de la même façon sur toutes les entreprises.** —

Plus qu'en tout autre contexte (inflation, désinflation, et hyperinflation), en période de déflation, la qualité des entreprises et de leur gestion devient déterminante. Les sociétés jouissant d'un avantage concurrentiel durable, d'un bilan solide, de fortes marges, d'un rendement élevé sur le capital et d'abondants flux financiers disponibles s'en tirent généralement bien même en période de déflation — et ce, principalement aux frais de leurs concurrents moins robustes. En période de déflation, les investisseurs dans ces sociétés subissent un sort bien différent de celui des détenteurs de titres indiciels.

• **Les investisseurs doivent rechercher les sociétés qui savent préserver la différenciation de leurs produits ou services (marques, qualité, prix) de ceux de leurs concurrents.** — La capacité de fixer les prix est réduite en période de déflation, ce qui empêche les sociétés ordinaires de croître. Les investisseurs doivent alors rechercher les entreprises qui sont capables de créer de nouveaux produits et qui peuvent trouver des façons d'agrandir leur part de marché sans sacrifier leur marge bénéficiaire ou leurs profits. Les sociétés dont l'activité s'étend au-delà de leur marché domestique ont également plus de potentiel de compenser une faiblesse de leur marché primaire. La croissance interne en période de déflation ne sera pas fortuite.

• **Les concurrents qui perturbent la concurrence avec de bas prix compensent la chute des prix par l'accroissement de leur part de marché.** — Les perturbateurs du marché, c.-à-d. les sociétés dont les coûts sont nettement plus bas, articulent leur stratégie sur les bas prix. Les concurrents qui sont déjà en place et qui ne veulent pas compromettre leur marge bénéficiaire refusent souvent d'ajuster leurs prix à la baisse pour affronter la concurrence

sur le plan des prix. La perte de parts de marché (volume des ventes) et les prix fortement réduits par les perturbateurs créent un environnement difficile pour tous les concurrents, sauf les nouveaux venus. En l'absence de croissance, les investisseurs devraient se concentrer sur les sociétés dont les coûts sont concurrentiels.

• **Les sociétés endettées sont beaucoup moins performantes que celles qui n'ont pas d'emprunts.** —

La déflation fait baisser la valeur réelle des biens et hausse la valeur réelle des dettes. La force du bilan des sociétés prend alors toute son importance en ce que les « bons crédits » (les sociétés possédant de bons actifs et peu d'emprunts) conservent leur capacité d'emprunter sans difficulté et à faible taux, alors que les « mauvais crédits » (les sociétés plus lourdement endettées) ont peine à trouver des prêteurs.

• **Les banques et les sociétés financières ont une piètre performance.** —

Les banques sont particulièrement affectées par la réduction des demandes d'emprunts, par la compression de la marge d'intérêt nette (« l'écart des taux ») que crée la vive concurrence, et par la nécessité croissante de hausser les provisions pour pertes au fil de l'érosion de la valeur des actifs et de la valeur des garanties adossant les prêts. Les provisions et les radiations érodent progressivement l'avoir propre des banques (et l'avoir propre du secteur) et suscitent des inquiétudes quant à la solvabilité. Ces préoccupations mènent à des révisions de cote de crédit, à la hausse des coûts d'emprunts et à des liquidations forcées. Ce scénario est familier à ceux qui suivent la présente saga des institutions financières en Europe.

• **Les entreprises à forte intensité de capital et les entreprises du secteur des marchandises sont lourdement affectées dans un environnement en déflation.** —

La croissance du chiffre d'affaires est vitale pour ces entreprises, mais rarement présente en période de déflation. Habituellement, lorsque baisse le chiffre d'affaires d'une entreprise à forte intensité de capital, les marges bénéficiaires et les flux financiers évoluent dans le même sens. La réduction des flux monétaires nécessite

## LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

alors une hausse des emprunts. Or, nous savons que le recours aux emprunts en période de déflation est une formule toxique.

• **En période de déflation, la méthode classique d'évaluation statistique de Ben Graham cesse de bien fonctionner.** — Seth Klarman, le fondateur et président de Baupost Group, un partenariat privé d'investissement respecté et à grand succès, expliquait dans *Margin of Safety*, son fameux livre sur l'investissement axé sur la valeur: « Dans un environnement déflationniste, les actifs ont tendance à baisser en valeur. Acheter la valeur d'un dollar d'actifs pour 50 cents n'est peut-être pas une aubaine lorsque la valeur des actifs est en baisse. La possibilité de baisses soutenues de la valeur d'une entreprise est comme un glaive planté au coeur des placements axés sur la valeur (de même que pour les autres approches de placement). Les investisseurs axés sur la valeur font grandement confiance à la méthode qui consiste à calculer la valeur et ensuite acheter au rabais par rapport à cette valeur. Or, si la valeur est susceptible d'érosion, à quelle hauteur doit alors se situer le rabais pour constituer une protection adéquate? Les investisseurs devraient-ils se soucier de la possibilité que la valeur des entreprises soit en baisse? Assurément. »

• **Les périodes de déflation se caractérisent par la montée des craintes de risques systémiques et des niveaux extrêmes d'incertitude; les gestionnaires d'entreprises et les investisseurs devront patienter et rester disciplinés pour réussir.** — Voilà qui est plus facilement dit que fait. Très peu d'équipes de gestion ou d'investisseurs ont en effet vécu l'expérience de fonctionner et d'investir pendant de longues périodes de climat économique hostile, et cela les amène à sous-estimer les défis qui se présentent et les changements qui s'opèrent dans de tels contextes.

### Qualité, patience et discipline

Les économies développées subiront-elles un sort semblable à celui du Japon? Les économies américaine et européenne traverseront-elles une longue période de stagnation de leur croissance et de déflation ou, comme George Soros le laissait

entendre, « encore pire »? Les idées foisonnent sur le sujet, mais personne ne sait vraiment!

La déflation se caractérise par l'incertitude et la volatilité; particulièrement lorsqu'elle résulte de l'éclatement d'une bulle gonflée par des excès de crédit, comme ce fut le cas au Japon. Richard Koo, l'auteur de *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Depression* dirait qu'on ne doit pas sous-estimer l'étendue des dommages causés par une récession bilancielle (une autre façon de dire déflation) ni le temps requis pour en sortir. Plus grosse est la bulle, plus il faut de temps pour s'en remettre. Trop de gens ont aujourd'hui l'impression qu'il suffit d'une prompte et vigoureuse politique des gouvernements et des banques centrales pour tirer les nations de n'importe quel pétrin. Fort de son expérience de placement au Japon, Burgundy ne saurait prêter foi à cette vision.

Toutefois, alors que la plupart des investisseurs se tiennent à l'écart des Bourses et cherchent à trouver refuge dans des obligations souveraines, nous n'avons aucunement perdu confiance dans nos portefeuilles et nos stratégies. En fin de compte, notre expérience au Japon nous a clairement démontré que les investisseurs peuvent réaliser des gains dans les plus difficiles périodes en se concentrant sur des sociétés de qualité et en demeurant patients et disciplinés.

# LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



**GESTION D'ACTIFS BURGUNDY  
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE FAIRE  
CROÎTRE LE CAPITAL DE SES CLIENTS**

**NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER DES  
RENDEMENTS À LONG TERME SUPÉRIEURS  
ET À OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL**



**GESTION D'ACTIFS**

**BURGUNDY**<sup>MD</sup>

**ASSET MANAGEMENT**

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street

Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3

T : (416) 869-3222

Sans frais : 1 (888) 480-1790

Fax : (416) 869-1700

1501, avenue McGill College

Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8

T : (514) 844-8091

Sans frais : 1 (877) 844-8091

Fax : (514) 844-7797

[info@burgundyasset.com](mailto:info@burgundyasset.com)

[www.burgundyasset.com](http://www.burgundyasset.com)