

La PERSPECTIVE de BURGUNDY



TROUVER LA FORCE DANS L'ADVERSITÉ

Lors d'un récent voyage au Japon, l'équipe des actions asiatiques de Burgundy s'est rendu dans l'une des préfectures les plus tranquilles du pays afin de rencontrer un fabricant d'équipement de construction spécialisé. Le trajet était de quatre heures à partir d'Osaka par autobus, ce qui en dit long; lorsque vous ne pouvez pas vous rendre quelque part par train à grande vitesse au Japon, vous savez que vous sortez vraiment des sentiers battus. Après avoir visité l'usine, nous nous sommes installés dans une salle modeste du siège social adjacent pour en apprendre davantage sur cette société, qui connaît une réussite internationale.

Nous croyons que bon nombre de ces sociétés ont excellé grâce à l'adversité dans leur environnement, et non en dépit de celle-ci.

La société, dont les activités étaient auparavant presque entièrement exercées à l'échelle nationale, a été transformée au cours des 10 dernières années pour devenir un leader international dans son secteur. Qui plus est, elle a réussi à gagner des parts de marché de ses concurrents étrangers dans leurs propres marchés tout en demandant beaucoup plus cher pour ses produits!

La raison pour laquelle ce fut possible est que la marque était synonyme de produits de qualité – les machines duraient plus longtemps, brisaient moins souvent et étaient reconnues pour leur fiabilité, même dans des conditions extrêmes. Dans cette optique, la principale question que nous voulions poser à la direction était : « Comment avez-vous réussi à rendre vos produits bien meilleurs que ceux de vos concurrents? » D'un air amusé, le directeur nous a répondu : « En fait, nous ne savions pas que nos produits étaient meilleurs. Nous avons tout simplement un environnement et des clients nationaux exigeants qui n'auraient pas toléré des pannes d'équipement. Essayer de réussir dans un marché japonais difficile nous a rendus plus forts à l'étranger. »

Nos investisseurs nous demandent parfois pourquoi nous investissons au Japon, qui est aux prises avec une économie faible depuis 30 ans. La première réponse qui nous vient à l'esprit est que nous recherchons des sociétés plutôt que des économies – et, soyons francs, le Japon est le berceau d'un grand nombre d'excellentes sociétés. Mais, plus encore, nous croyons que bon nombre de ces sociétés ont excellé grâce à l'adversité dans leur environnement, et non en dépit de celle-ci.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY

Un facteur commun de réussite est la volonté inébranlable d'investir et de réinvestir dans l'entreprise sous forme de produits améliorés et de meilleures technologies.

Bien que cela puisse sembler paradoxal, le malaise économique prolongé du Japon a en fait servi, dans certains cas, de pierre angulaire aux sociétés afin de transformer leurs forces en avantages concurrentiels à toute épreuve, et dans d'autres cas, une occasion unique de créer des solutions novatrices. Un facteur commun de réussite est la volonté inébranlable d'investir et de réinvestir dans l'entreprise sous forme de produits améliorés et de meilleures technologies. Dans le présent numéro de *La Perspective de Burgundy*, nous présentons trois exemples qui démontrent que le contexte externe particulièrement difficile au Japon, y compris la déflation, le vieillissement de la population et la rareté des ressources, s'est révélé être un terrain fertile pour l'éclosion d'excellentes sociétés.

DÉFLATION

À l'échelle mondiale, le Japon est le parfait exemple d'une conjoncture difficile persistante. Depuis la bulle économique, qui a connu une période d'euphorie en 1989 suivie d'un effondrement des marchés, le pays a connu des « décennies perdues » de croissance économique, laquelle était pratiquement nulle. Malgré des mesures de relance budgétaire et monétaire massives, le Japon a subi une baisse continue des prix, en d'autres termes, une déflation.

L'absence de croissance économique est difficile pour les entreprises, car elle transforme la croissance d'une société en un jeu à somme nulle – si le gâteau n'est pas plus gros, pour que je puisse avoir une plus grosse part, je dois aller gruger dans la vôtre. C'est ainsi que les niveaux de concurrence grimpent, ce qui est inévitablement défavorable à la rentabilité. Pendant ce temps, la déflation fait des ravages dans les entreprises de deux façons. Tout d'abord, puisque les coûts de main-d'œuvre sont principalement fixes, la baisse des prix des biens et services réduit la marge bénéficiaire des entreprises. Ensuite, la déflation donne lieu à un « paradoxe de l'épargne » où les consommateurs, qui réalisent que les prix baissent, réagissent en attendant des diminutions de prix supplémentaires. Cette attente a une incidence défavorable sur la demande et cause d'autres baisses de prix. Dans l'ensemble, ces facteurs rendent les périodes de déflation extrêmement pénibles pour les entreprises¹. C'est précisément le type d'adversité que la plupart des investisseurs et des gestionnaires souhaitent ne jamais devoir affronter, encore moins une décennie après l'autre!

Cependant, certains de nos principaux titres en portefeuille ont affiné leurs forces dans les profondeurs de la déflation prolongée du Japon. Prenons par exemple Kao Corporation, un fabricant japonais de cosmétiques, de produits de soins personnels et de couches. Imaginons la situation de Kao il y a 20 ans dans l'économie déflationniste du Japon – la demande était faible et les prix des biens chutaient. Compte tenu de ces conditions ardues, Kao a dû améliorer considérablement ses produits par des investissements soutenus en recherche et développement, juste pour maintenir ses prix stables! La rentabilité en a inévitablement subi les contrecoûts, puisque la société a dû dépenser pour assurer son statu quo, ce qui a nécessité

l'adoption d'une discipline stricte en matière de coûts. Bien que pénible au cours de cette période, le développement des produits est devenu l'un des principaux avantages de Kao sur la scène mondiale, alors que l'attention aux coûts a profité aux actionnaires.

Aujourd'hui, Kao est un concurrent régional important grâce en grande partie aux forces développées en traversant cette période difficile. L'obsession pour la recherche et le développement des produits qui étaient nécessaires à la survie de la société à l'époque où le Japon devait composer avec la déflation, est maintenant son arme concurrentielle à l'étranger. Nous sommes à même de le constater dans la plupart des histoires de réussite de Kao sur les marchés étrangers; par exemple, la société a connu un très grand succès dans les couches haut de gamme en Chine, car ses produits sont de grande qualité, se démarquent et offrent une valeur recherchée par les consommateurs.

VIEILLISSEMENT DE LA POPULATION

C'est bien connu, le Japon est aux prises avec une société vieillissante. D'après les estimations de 2014, 33,0 % de la population japonaise est âgée de plus de 60 ans; 25,9 %, de 65 ans ou plus; et 12,5 %, de 75 ans ou plus. Les

NOMBREUX EMPLOIS

Plus grand nombre d'emplois disponibles par candidat en 25 ans

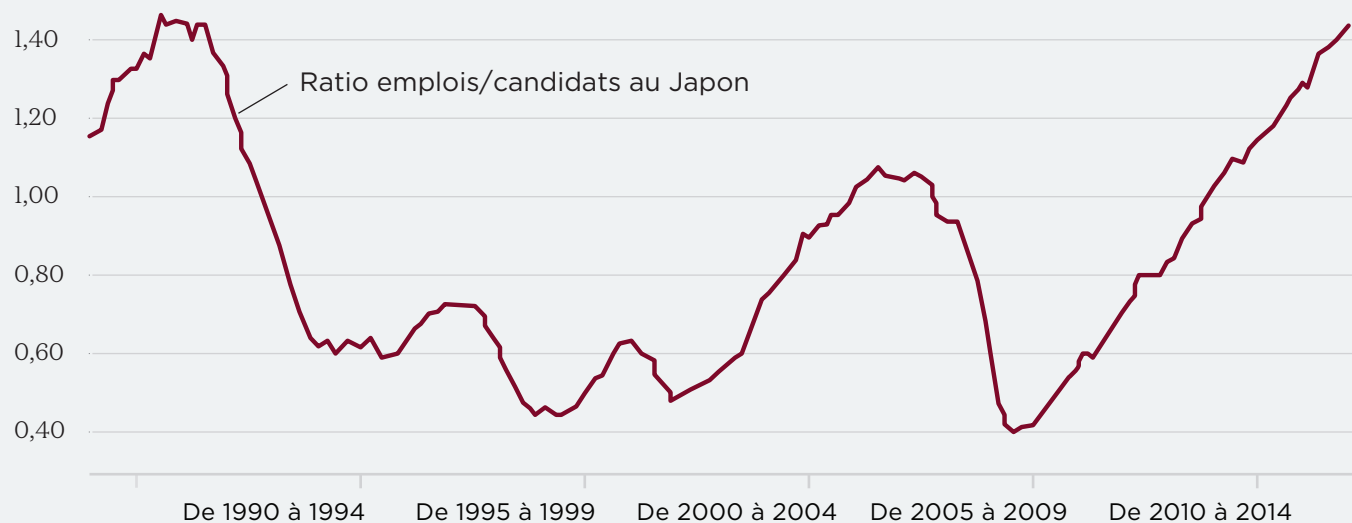


FIGURE 1

Source : Bloomberg.com

personnes âgées de 65 ans ou plus au Japon représentent le cinquième de la population totale du pays, et on estime que cette proportion atteindra le tiers d'ici 2050ⁱⁱ. Ce problème est attribuable tant au baby-boom de l'après-guerre au Japon qu'à la faiblesse du taux de natalité, qui est actuellement de 1,5 naissance par femme (comparativement à 1,8 aux États-Unis)ⁱⁱⁱ.

La population du Japon, qui se chiffre à près de 130 millions de personnes, est fortement dépendante des importations de ces intrants essentiels à la vie quotidienne et aux activités industrielles.

Le vieillissement de la société japonaise présente un certain nombre de problématiques pour l'économie du pays, dont la diminution de sa population active.

Komatsu, un fabricant japonais d'équipement de construction et minier (et un placement de Burgundy), est une entreprise qui subit très sévèrement les contrecoups de la diminution de la main-d'œuvre au Japon. Les clients japonais de la société, surtout des entreprises de construction, ont de la difficulté à trouver suffisamment d'opérateurs qualifiés pour leur équipement – principalement des excavatrices, des bulldozers et des camions à benne. Lors de nos voyages au Japon, nous avons souvent constaté cette dynamique sur les chantiers de construction de Tokyo, où il est plus fréquent de croiser un travailleur de la construction dans la cinquantaine que dans la vingtaine. La preuve statistique de la gravité du problème est visible dans le ratio emplois/candidats du Japon, qui a atteint dernièrement un nouveau sommet depuis 25 ans (voir la figure 1). Dans le milieu des années 2000, il y avait tout juste un peu plus d'un poste ouvert pour chaque candidat, alors qu'aujourd'hui, le ratio est de 1.4^{iv}.

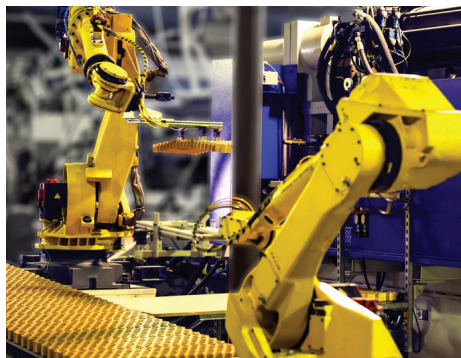
Alors, que peut faire un fabricant d'équipement de construction quand il n'y a pas suffisamment de travailleurs qualifiés pour faire fonctionner son équipement? La réponse de Komatsu a été d'innover. La pénurie de main-d'œuvre au Japon a incité la société à investir massivement dans les technologies d'automatisation qui éliminent le besoin d'un opérateur humain, un domaine où elle est maintenant un leader mondial. Aujourd'hui, la technologie de Komatsu permet une exploitation des chantiers par des effectifs réduits, des bulldozers automatisés et des camions à benne fonctionnant selon des images tridimensionnelles téléchargées par drone.

Nous croyons que la réaction de Komatsu face à ce problème national, nécessitant des investissements et des ressources considérables de leur part, l'a positionnée pour prospérer mondialement alors que d'autres économies mondiales développées continuent de vieillir. Pour des sociétés comme Komatsu, qui sont disposées à investir les ressources nécessaires dans une solution, nous pouvons constater que le contexte difficile du Japon a en fait offert une occasion d'innover et de développer de nouveaux avantages concurrentiels.

RARETÉ DES RESSOURCES

Si nos investisseurs se sont déjà demandé pourquoi nous détenons si peu de titres de sociétés de ressources naturelles dans notre portefeuille asiatique, la réponse réside tout autant dans notre processus d'investissement que dans la rareté de ces titres. Bien que nous ayons tendance à éviter le secteur des produits de base, le Japon a en fait très peu de ressources naturelles dignes d'être mentionnées. Si l'on pense aux métaux, aux produits alimentaires et plus particulièrement au pétrole et au gaz, le Japon est dépourvu des ressources naturelles dont nous jouissons si abondamment en Amérique du Nord. Par conséquent, la population du Japon, qui se chiffre à près de

130 millions de personnes, est fortement dépendante des importations de ces intrants essentiels à la vie quotidienne et aux activités industrielles. C'est une source de grande adversité pour de nombreux fabricants japonais, puisqu'ils sont confrontés à un désavantage structurel en matière de coûts par rapport à bon nombre de leurs concurrents internationaux.



Source : Assembly Magazine

Prenons par exemple le prix du gaz naturel, une source principale d'électricité qui, en 2015, atteignait une moyenne de 10,31 \$ le million d'unités thermiques britanniques au Japon contre 2,60 \$ aux États-Unis^v.

Lorsque l'on tient compte du fait que le gaz naturel doit être envoyé au Japon sous forme liquide par navire, d'un océan à l'autre, il n'est pas surprenant qu'il soit beaucoup plus cher que le gaz naturel canadien reçu par pipeline, ce n'est qu'un exemple. D'autres intrants majeurs de fabrication comme le minerai de fer, le cuivre et l'aluminium sont tous coûteux à obtenir au Japon, car ces derniers doivent être importés. Mais malgré ces désavantages structurels en matière de coûts, l'activité manufacturière japonaise est en fait demeurée considérable tant à l'échelle mondiale qu'en proportion du PIB du pays. Comment cela a-t-il pu être accompli?

Le désavantage structurel en matière de coûts du Japon a essentiellement lié les mains des fabricants. En raison des coûts élevés des ressources naturelles et de la main-d'œuvre, l'efficacité est le seul levier avec lequel les fabricants peuvent contrôler les coûts et améliorer la rentabilité. Au fil du temps, ce besoin persistant a incité le Japon à élaborer ses propres solutions à son problème inextricable. Prenons par exemple Fanuc, une société de notre équipe de rêve japonaise^{vi} et un leader mondial

dans l'équipement automatisé d'usine. Dans les années 50, Fanuc fabriquait des appareils commandés par ordinateur (CNC). Aujourd'hui, elle est le chef de file à l'échelle mondiale dans les CNC et les robots industriels, lesquels permettent aux usines de diminuer les coûts et d'accroître l'efficacité opérationnelle. À l'origine, l'équipement produit par Fanuc a été conçu pour répondre au problème des coûts élevés au Japon. Comme on pouvait s'y attendre, alors que la société prenait de l'expansion à l'échelle mondiale, ses produits sont devenus célèbres pour leur efficacité et leurs économies de coûts. Et, à l'instar de Burgundy, Fanuc n'hésite pas à utiliser elle-même ses produits en mettant ses robots à l'œuvre dans ses propres usines – des

DENSITÉ DES ROBOTS

Robots pour 10 000 employés

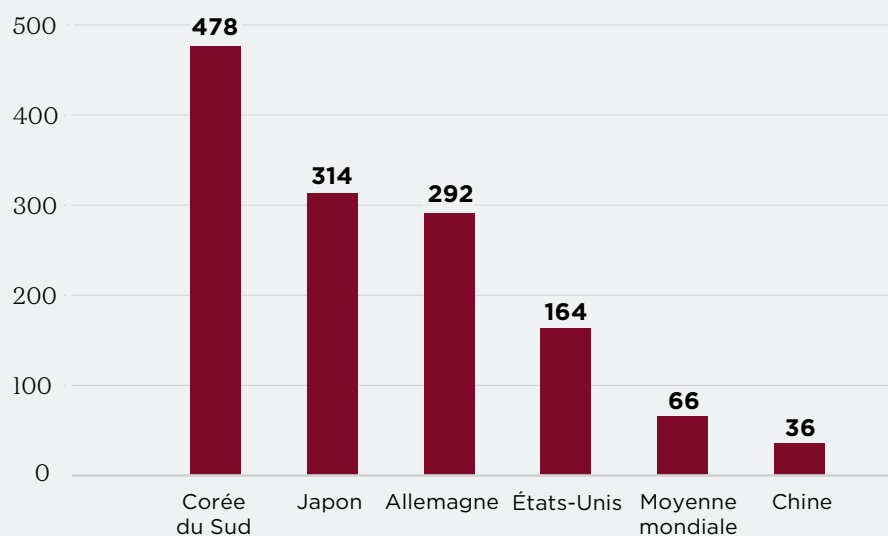


FIGURE 2

Source : International Federation of Robotics

Bien que toutes ces caractéristiques soient intéressantes dans une entreprise, il est important de noter que les forces ne se développent pas toutes en période de prospérité.

robots faisant d'autres robots – ce qui l'a aidé à devenir l'une des sociétés industrielles les plus rentables au monde par employé. Fanuc génère plus de bénéfices par employé que toute société industrielle de l'indice S&P 500; près du double de celle se situant en 2^e position dans ce groupe, soit Union Pacific Corporation (un placement de Burgundy)^{vii}.

Aujourd'hui, le Japon est l'un des plus grands utilisateurs mondiaux de technologies d'automatisation pour les usines élaborées par Fanuc et ses pairs japonais. En effet, le pays a l'une des plus fortes densités de robots au monde (le nombre de robots industriels utilisés pour 10 000 travailleurs d'usine), soit environ le double de la densité aux États-Unis et cinq fois la moyenne mondiale (voir la figure 2). Dans l'ensemble, le désavantage du Japon dans le secteur manufacturier en a fait un terrain fertile pour le développement de certaines des meilleures sociétés au monde dans le domaine de l'automatisation d'usine – un autre exemple de défi économique engendrant la réussite.

CONCLUSION

Les difficultés macroéconomiques du Japon ont représenté une myriade de problèmes pour les entreprises nationales. Bien que bon nombre de ces problèmes diffèrent selon l'industrie, comme il l'est décrit ci-dessus, la clé du succès dans un contexte défavorable se résume souvent en un seul facteur : le réinvestissement constant dans l'entreprise. Cela prend souvent la forme de dépenses inévitablement élevées en recherche et développement, ce qui, au fil du temps, donne lieu à de meilleurs produits et à de nouvelles technologies. C'est ainsi que bon nombre de nos placements japonais et des sociétés de notre équipe de rêve sont devenus des concurrents mondiaux féroces.

Chez Burgundy, nous nous efforçons d'investir dans des sociétés de qualité qui ont des positions concurrentielles solides, des marges intéressantes et des rendements élevés sur le capital investi. De plus, nous insistons pour que ces sociétés aient des forces concurrentielles afin de protéger leurs rendements. Bien que toutes ces caractéristiques soient intéressantes dans une entreprise, il est important de noter que les forces ne se développent pas toutes en période de prospérité. Pour le Japon, plusieurs fondements du succès ont vu le jour en période de difficulté. Les exemples abordés dans le présent numéro de *La Perspective de Burgundy* ne sont que quelques placements de Burgundy qui sont devenus plus robustes dans l'adversité.

Ce numéro de La Perspective de Burgundy a été rédigé par Jeff Musial, analyste en placement, Actions asiatiques.

NOTES EN FIN DE TEXTE

- i. Pho, Craig. *Is Japan our Future? Investing in Deflationary Times. The View from Burgundy*, 2012.
- ii. Ministry of Internal Affairs and Communication, Statistics Bureau. « Japan Statistical Yearbook, Chapter 2: Population and Households. » (https://en.wikipedia.org/wiki/Aging_of_Japan)
- iii. La Banque mondiale, Données, 2015. (https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/SP.DYN.TFRT.IN?name_desc=false)
- iv. Oda, Shoko et Isabel Reynolds. *Tokyo Has More Than Two Job Openings for Every Applicant*. Bloomberg.com. 16 mars 2017. (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-03-16/japan-s-matrix-like-dilemma-too-many-jobs-too-few-immigrants>)
- v. Site Web de BP : natural gas prices. (<http://www.bp.com/en/global/corporate/energy-economics/statistical-review-of-world-energy/natural-gas/natural-gas-prices.html>)
- vi. Équipe de rêve : une liste de sociétés qui présentent les caractéristiques d'entreprise, financières et de gestion que Burgundy juge de haute qualité, mais dont les cours actuels sur le marché n'offrent pas une marge de sécurité suffisante pour justifier un investissement à ce moment.
- vii. Bloomberg, études de Burgundy

Publication originale, août 2017.

MISE EN GARDE

Ce numéro de *La Perspective de Burgundy* est présenté aux fins de discussion seulement et certains titres peuvent servir d'exemple pour illustrer la philosophie de placement de Burgundy. Il ne vise pas à offrir des conseils de placement et ne tient pas compte des objectifs, des contraintes, de la tolérance au risque et des besoins financiers uniques. Il ne sous-entend en aucun cas que vous devriez prendre des décisions de placement qui reposent sur le contenu. Le rendement passé n'est pas indicateur du rendement futur. Les investisseurs doivent noter que leurs placements ne sont pas garantis, que leurs valeurs fluctuent fréquemment et que les rendements passés peuvent ne pas se reproduire. Les renseignements contenus dans ce numéro représentent l'opinion de Gestion d'actifs Burgundy Ltée ou de ses employés à la date de publication et peuvent changer sans préavis.

Gestion d'actifs Burgundy a pour rôle de protéger et faire croître le capital de ses clients.

Nous nous efforçons de réaliser des rendements absolus élevés à long terme et d'offrir un service à la clientèle exceptionnel.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY

TORONTO

Bay Wellington Tower, Brookfield Place
181 Bay Street, bureau 4510
C.P. 778, Toronto (Ontario) M5J 2T3
Téléphone : 416 869-3222
Sans frais : 1 888 480-1790
Télécopieur : 416 869-1700

MONTRÉAL

1501, avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal (Québec) H3A 3M8
Téléphone : 514 844-8091
Sans frais : 1 877 844-8091
Télécopieur : 514 844-7797

info@burgundyasset.com
burgundyasset.com