

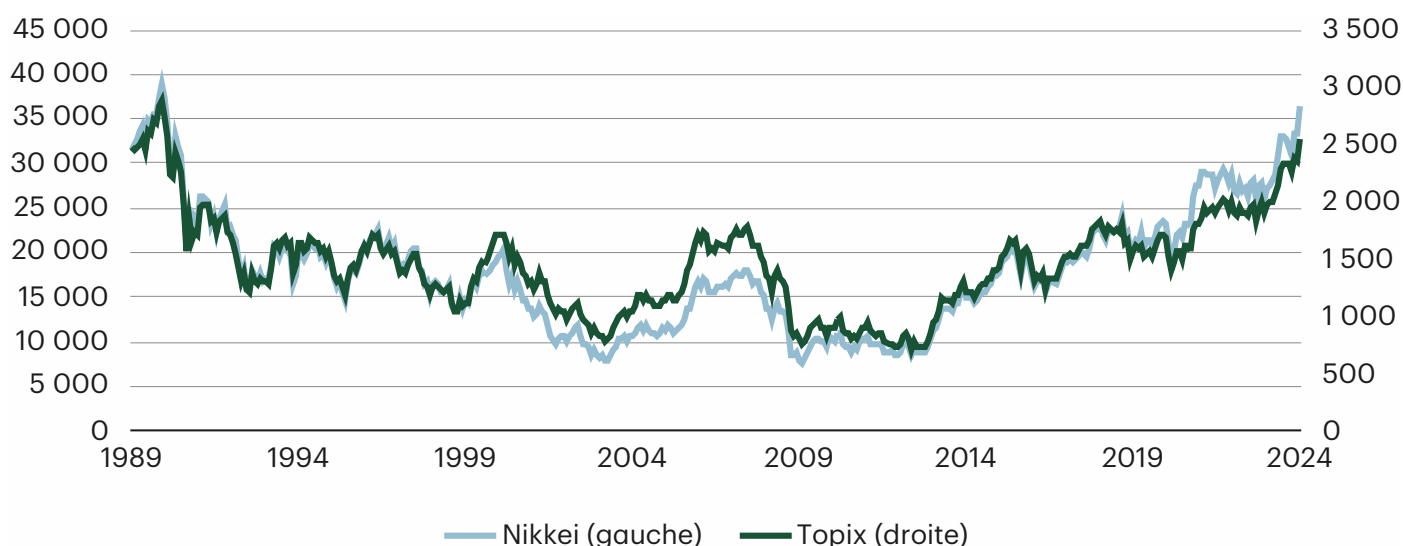
Rebond des actions japonaises : en profiter en évitant les écueils

Karen Ko, CFA

Vice-présidente et directrice, gestionnaire de portefeuilles, Clientèle institutionnelle, GPTD

Les actions japonaises font les manchettes depuis quelque temps. Leurs principaux indices boursiers n'avaient pas atteint de tels sommets depuis des décennies en monnaie locale. Depuis l'éclatement de la bulle économique nippone au début des années 1990, les actions japonaises ont connu de longues périodes d'atonie. L'élection de Shinzo Abe au poste de premier ministre en 2012 et sa politique économique dite des « trois flèches », fondée sur l'assouplissement monétaire, la relance budgétaire et les réformes structurelles, avaient fait naître une lueur d'espoir. Les deux premiers axes de sa politique avaient rapidement été déployés et le marché avait applaudi. Les indices Nikkei et Topix avaient presque doublé entre 2013 et 2015. La mise en œuvre du troisième axe, celui des réformes structurelles, a toutefois pris beaucoup plus de temps. Près d'une décennie plus tard, le milieu des affaires relance la réforme de la gouvernance d'entreprise, dans un mouvement qui n'est pas sans rappeler la troisième flèche d'Abe. Encore une fois, cela n'a pas échappé au marché. Les choses s'apprêtent-elles à changer?

Figure 1 : Indices japonais Topix et Nikkei



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 janvier 2024.

Mouvement en faveur de la réforme de la gouvernance d'entreprise

La Bourse de Tokyo est divisée entre actions de qualité, actions standard et actions de croissance. Les sociétés de qualité sont celles qui doivent répondre aux normes de liquidité et de gouvernance les plus élevées. Les entreprises de la section intermédiaire sont assujetties à des normes moins strictes. La catégorie des actions de croissance est pour sa part réservée aux sociétés de plus petite taille et en émergence.

En mars 2023, la Bourse de Tokyo a demandé à toutes les sociétés de qualité et standard de se doter de politiques stratégiques dans le but d'augmenter leur valeur en s'attaquant à certains enjeux fondamentaux considérés depuis longtemps comme des entraves

par les investisseurs. En février 2024, elle a publié un guide à l'intention des entreprises sur les principales problématiques auxquelles les investisseurs souhaitent que leurs dirigeants s'attaquent¹.

De nombreux investisseurs militants ont pris des participations importantes dans certaines entreprises japonaises et exigent des réformes. Elliott Management a ainsi récemment demandé à Mitsui Fudosan, principal groupe immobilier du Japon, de lancer un plan de rachat d'actions de 1 000 milliards de yens et de céder sa participation de 3,6 milliards de dollars américains dans Oriental Land, la société qui administre Tokyo Disneyland².

Rendements trop faibles et mauvaise évaluation du coût du capital

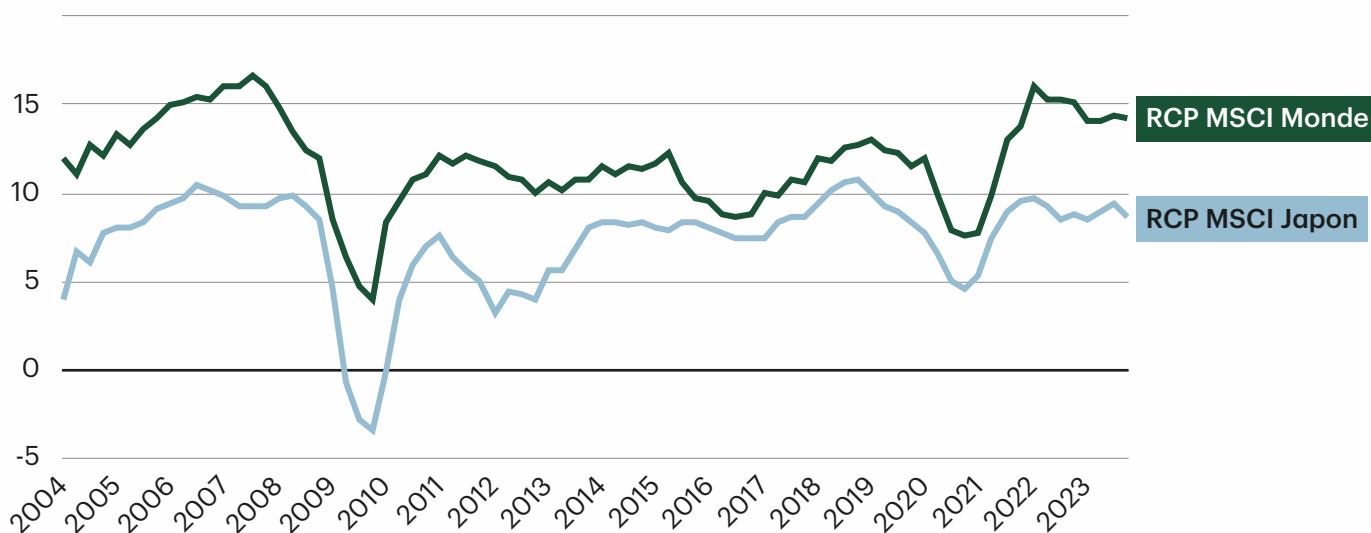
S'il y a une chose qui irrite régulièrement les investisseurs en actions japonaises, c'est que le rendement des capitaux propres et du capital investi (RCP/RCI) des entreprises nippones est systématiquement inférieur à celui des sociétés des marchés développés. Ce décalage est certes attribuable à une rentabilité moindre, mais il tient également à une mauvaise évaluation du coût des capitaux propres et du coût moyen pondéré du capital (CCP/CMPC). Depuis l'éclatement de la bulle au début des années 1990, le Japon se débat avec

la déflation et une croissance anémique. Le coût de la dette et le coût des capitaux propres y sont par conséquent très faibles. Il n'était pas rare, dans la dernière décennie, de voir des entreprises japonaises avec des hypothèses de RCP de seulement 4 %; dans ces conditions, un projet qui générerait un RCP de 6 % était considéré comme satisfaisant. Un tel chiffre fait pourtant pâle figure à côté des entreprises des marchés développés, dont les cibles de RCP sont beaucoup plus ambitieuses.

¹ <https://www.jpx.co.jp/english/news/1020/u5j7e50000001bqd-att/240201en.pdf>

² <https://www.cnn.com/2024/02/05/mitsui-fudosan-hits-record-high-as-elliott-reportedly-demands-share-buyback-.html>

Figure 2 : RCP des indices MSCI Monde et MSCI Japon



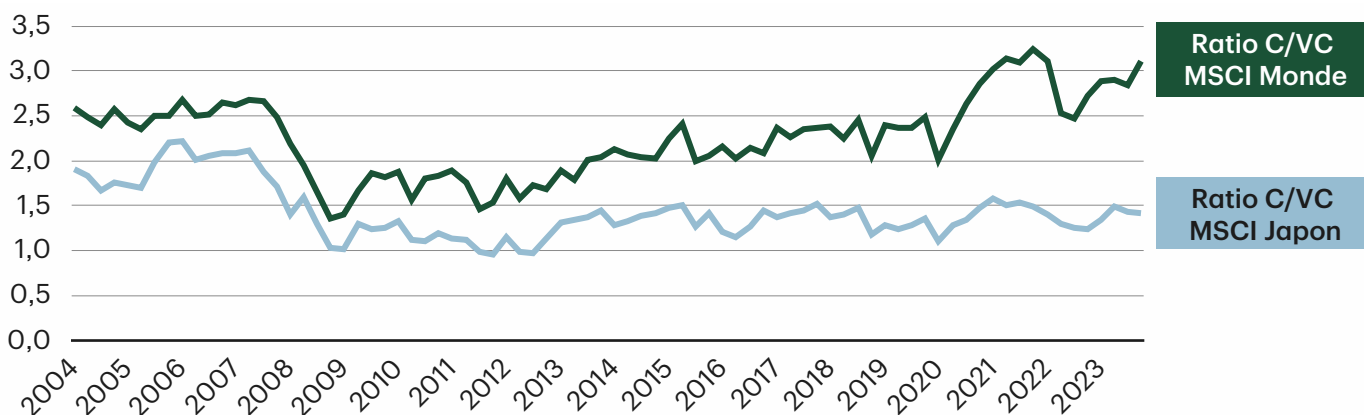
Source : Bloomberg Finance L.P. Au 29 décembre 2023.

Dans son document de février 2024, la Bourse de Tokyo recommande aux entreprises japonaises de considérer le coût des capitaux propres comme le taux de rendement attendu par les investisseurs et d'aligner leur perception du coût des capitaux propres sur celle des actionnaires et des investisseurs.

Faiblesse de la rentabilité et des évaluations

La Bourse de Tokyo cible explicitement les sociétés qui se négocient en deçà de leur valeur comptable et les a averties qu'elles pourraient être radiées de la cote dès 2026³. Ces entreprises ont tendance à faire une utilisation inefficace de leurs fonds propres, si bien que leur croissance est généralement médiocre et que les actionnaires n'accordent que peu de valeur à leurs actions. Les actions japonaises sont d'ailleurs traditionnellement moins chères que les titres des marchés développés.

Figure 3 : Ratio cours/valeur comptable (C/VC) des indices MSCI Monde et MSCI Japon



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 29 décembre 2023.

La Bourse de Tokyo recommande aux entreprises japonaises de continuer à chercher à accroître leur rentabilité. Elle leur conseille de procéder à une analyse stratégique de leur compétitivité et de se comparer aux autres entreprises de leur secteur. Elles sont également invitées à effectuer un examen approfondi de tous leurs secteurs d'activité et à se doter de plans stratégiques afin d'améliorer leur compétitivité et leur rentabilité.

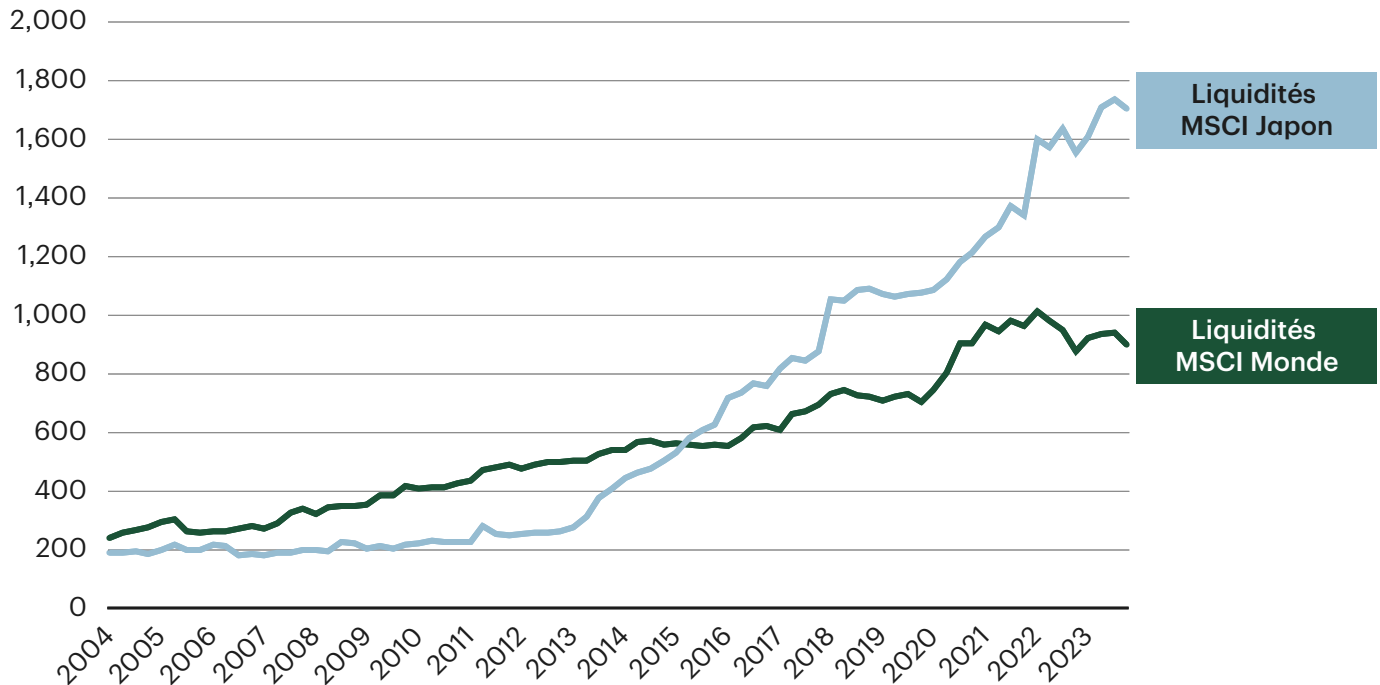
³ <https://www.reuters.com/markets/asia/tokyo-bourse-proposes-2025-end-grace-period-listing-rules-2023-01-25/>

Efficacité du bilan

Depuis la fin de la guerre, l'économie japonaise est dominée par les keiretsu, soit des entreprises entretenant des partenariats d'affaires informels et détenant des participations croisées pour limiter la fluctuation de leurs actions et décourager les tentatives de prise de contrôle. Cette structure est particulièrement présente dans le secteur

manufacturier. Ces participations croisées mobilisent des capitaux précieux qui pourraient autrement servir à alimenter la croissance, et elles sont une autre des causes du déficit de rentabilité des entreprises japonaises. Le bilan de ces dernières comporte donc plus de liquidités et de placements à court terme que celui des sociétés des marchés développés.

Figure 4 : Liquidités et placements à court terme par action – Indices MSCI Monde et MSCI Japon



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 29 décembre 2023.

La Bourse de Tokyo recommande aux sociétés japonaises de passer leur bilan régulièrement en revue pour veiller à ce qu'il ne contienne pas trop de liquidités ou d'autres actifs qui ne contribuent pas à la création de valeur. Les entreprises sont invitées à inclure un plan de redressement de la répartition du capital bien structuré dans leur plan d'affaires. Certaines grandes entreprises japonaises commencent d'ailleurs à prendre des mesures pour se débarrasser de leurs participations dans des sociétés affiliées et redéployer ces capitaux dans leurs activités de base. À la fin de 2023, Toyota a ainsi annoncé son intention de vendre environ 10 % de ses actions du fabricant de pièces automobiles Denso et de réinvestir l'argent dans la production de véhicules entièrement électriques⁴.

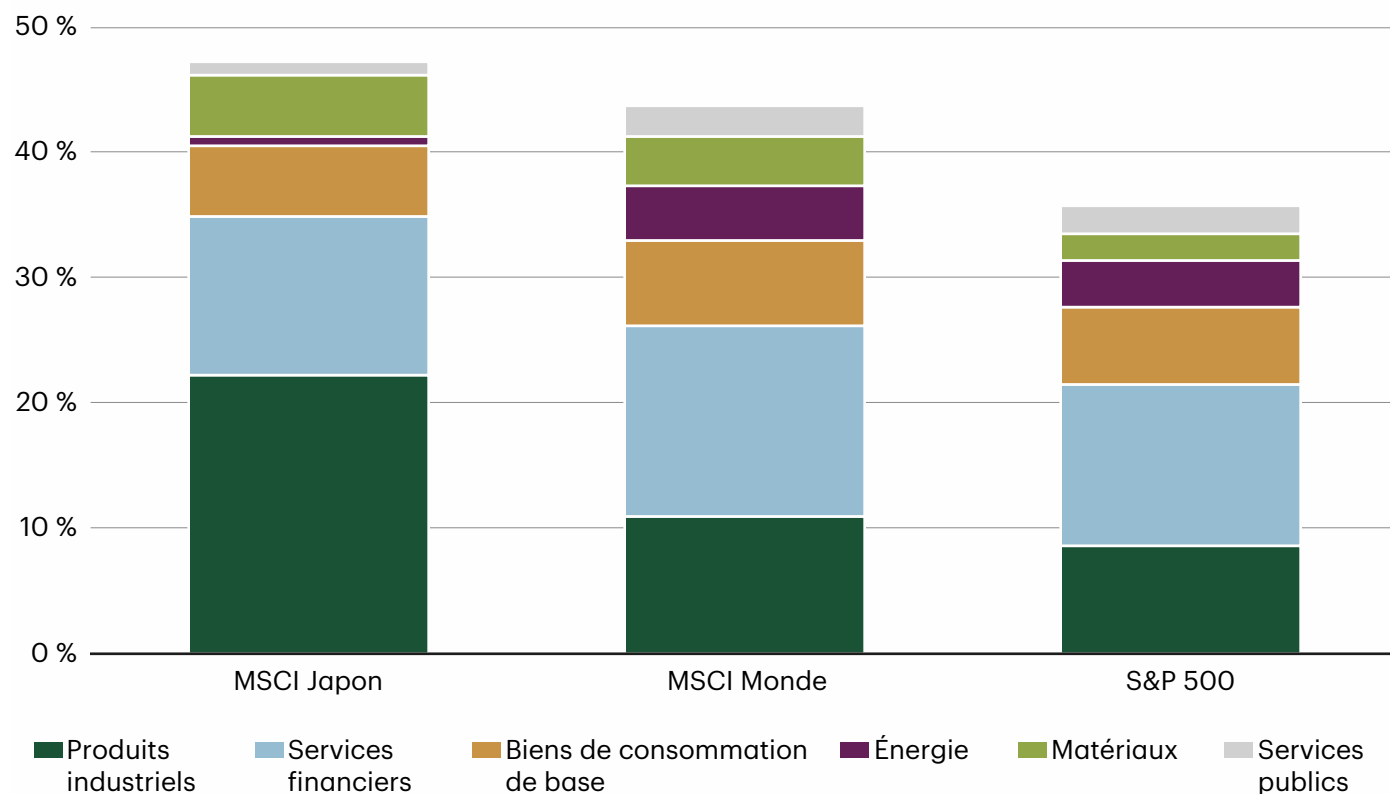
Actions

⁴ <https://www.reuters.com/business/toyota-group-companies-plan-47-bl-sale-denso-stake-sources-2023-11-28/>

Approche de Gestion de Placements TD Inc. (GPTD) à l'égard du marché japonais

L'équipe Gestion fondamentale des actions de GPTD gère depuis longtemps de multiples stratégies d'actions mondiales et internationales qui utilisent les indices MSCI EAEO (Europe, Australasie et Extrême-Orient) et MSCI Monde comme indices de référence. Le Japon occupe une place importante au sein de ces derniers, puisqu'il représente 23,36 % de l'indice EAEO et 6,24 % de l'indice MSCI Monde (chiffres en date du 31 janvier 2024)⁵. Les stratégies de gestion fondamentale des actions de GPTD ciblant essentiellement les titres de croissance de qualité, tandis que le Japon présente des défis structurels. Pour les raisons indiquées plus haut, le marché japonais compte une proportion beaucoup plus élevée d'actions de valeur, il est très cyclique et affiche un taux de retour à la moyenne beaucoup plus important, autant d'éléments défavorables à notre style axé sur les titres de croissance de qualité.

Figure 5 : Pondérations des secteurs de valeur traditionnels



Source : MSCI et S&P Global. Au 31 janvier 2024.

En réponse à ces difficultés, notre équipe Gestion fondamentale des actions a ajouté à son processus de placement un volet portant spécifiquement sur les caractéristiques propres au marché japonais.

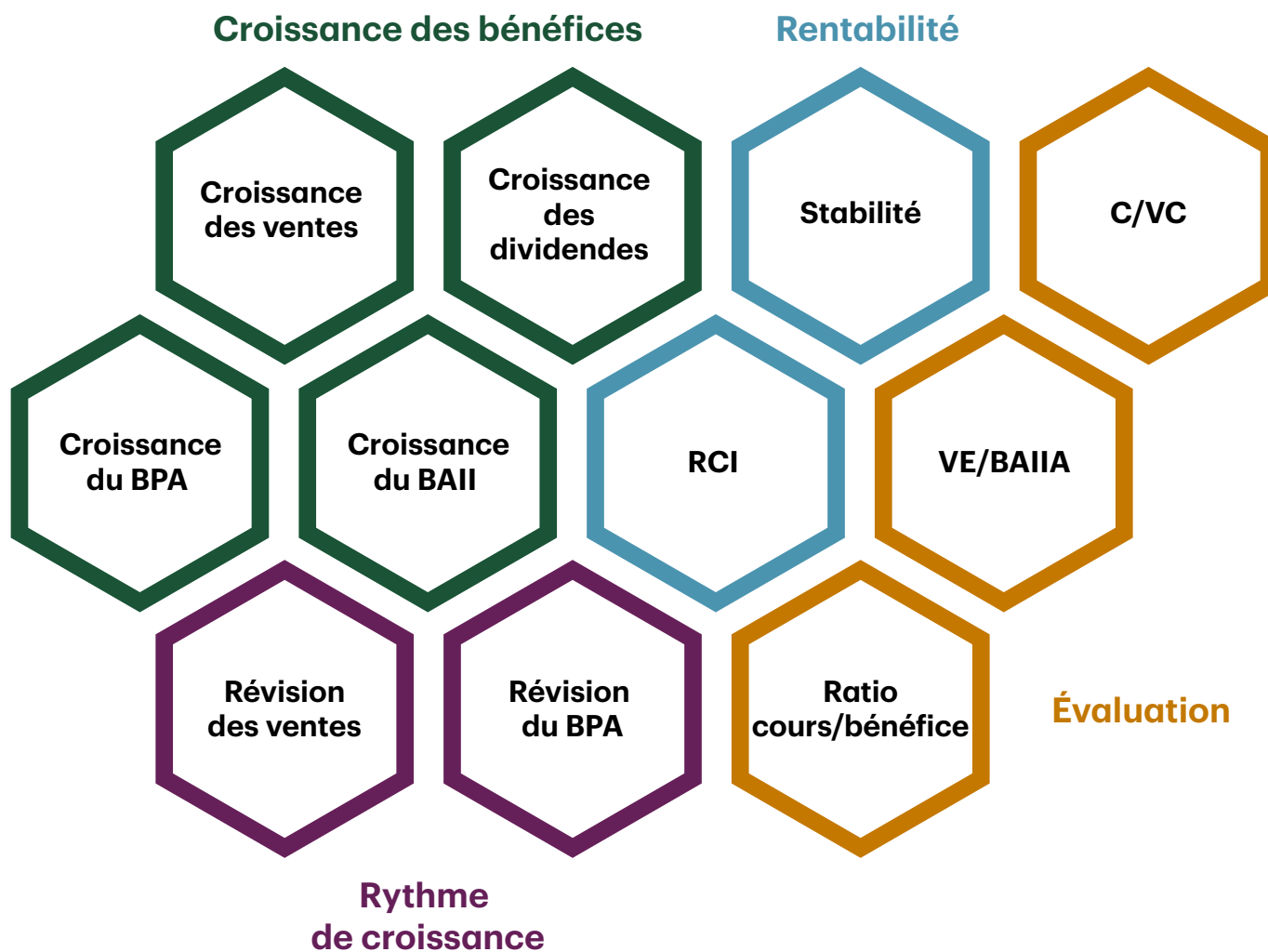
Le processus de placement de l'équipe Gestion fondamentale des actions se déroule en trois étapes : la recherche de pistes de placement et la sélection de titres, l'analyse fondamentale, et enfin l'élaboration de portefeuille et la gestion des risques.



⁵ <https://www.msci.com/documents/10199/822e3d18-16fb-4d23-9295-11bc9e07b8ba>
<https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

La première étape (recherche de pistes de placement et sélection de titres) repose sur l'utilisation d'un outil de sélection maison. Cet outil, élaboré à l'interne pour garantir une parfaite adéquation avec notre philosophie de placement, nous permet de repérer les titres qui pourront nous aider à composer des portefeuilles concentrés d'entreprises de qualité prometteuses et affichant une bonne croissance. Nos critères de recherche sont essentiellement la croissance des bénéfices, le rythme de croissance, la rentabilité et l'évaluation.

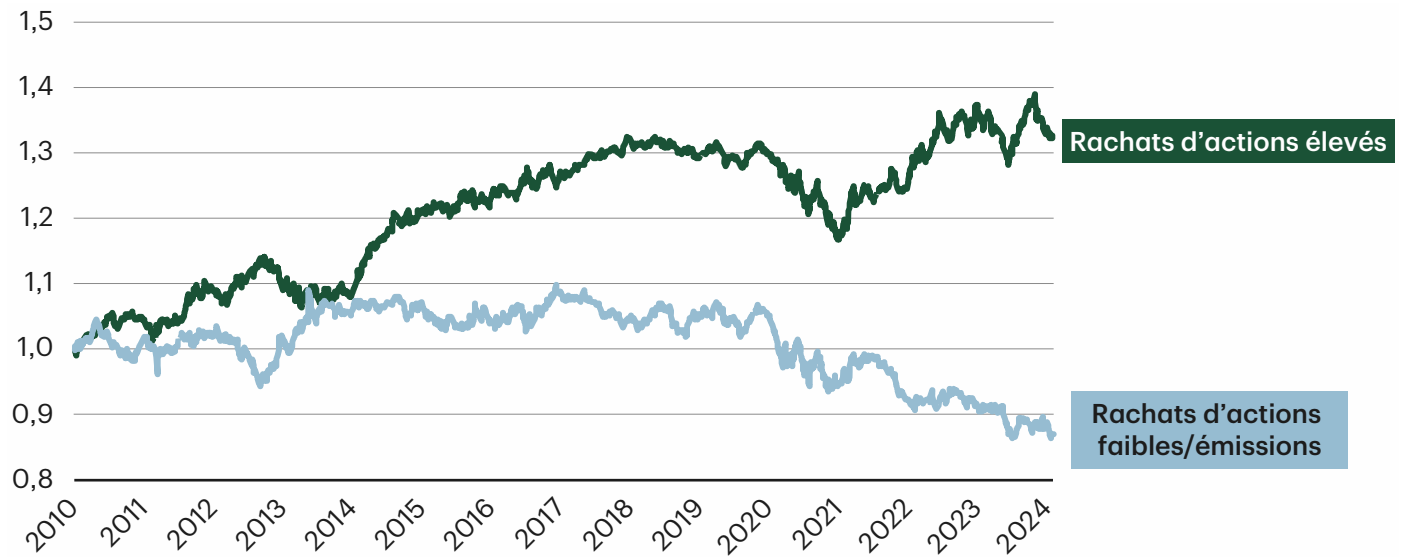
Principaux éléments considérés



L'équipe Recherche empirique de GPTD évalue régulièrement l'efficacité de ces différents éléments sur les marchés mondiaux et régionaux. Avec le temps, nous avons constaté que l'outil de sélection était moins efficace pour le marché japonais. En 2023, nous en avons donc élaboré un nouveau, mieux adapté au caractère cyclique de ce marché. Il s'agit encore une fois d'un outil de sélection multifactoriel, qui reprend les mêmes grandes catégories, mais qui intègre des facteurs spécifiques qui permettent à notre avis de mieux faire ressortir les titres capables de tirer leur épingle du jeu. Notre analyse montre par exemple que les rachats d'actions et la marge de profit brute sont des indicateurs particulièrement efficaces du potentiel de surperformance des actions japonaises.

Les travaux de notre équipe Recherche empirique indiquent que les entreprises japonaises qui rachètent un plus grand nombre d'actions font régulièrement mieux que celles qui en rachètent moins ou qui procèdent à de nouvelles émissions d'actions.

Figure 6 : Rendement relatif en fonction des rachats d’actions



Source : FactSet. Au 5 février 2024.

Cette supériorité des entreprises qui rachètent davantage d’actions est parfaitement logique, compte tenu de l’inefficacité du bilan des sociétés japonaises et de leur mauvaise évaluation du coût du capital. Les placements suffisamment rentables se font rares et, dans ces conditions, les rachats d’actions sont aujourd’hui une avenue de choix pour l’utilisation des excédents de capitaux et, face à l’atonie généralisée des cours, le marché a tendance à les récompenser.

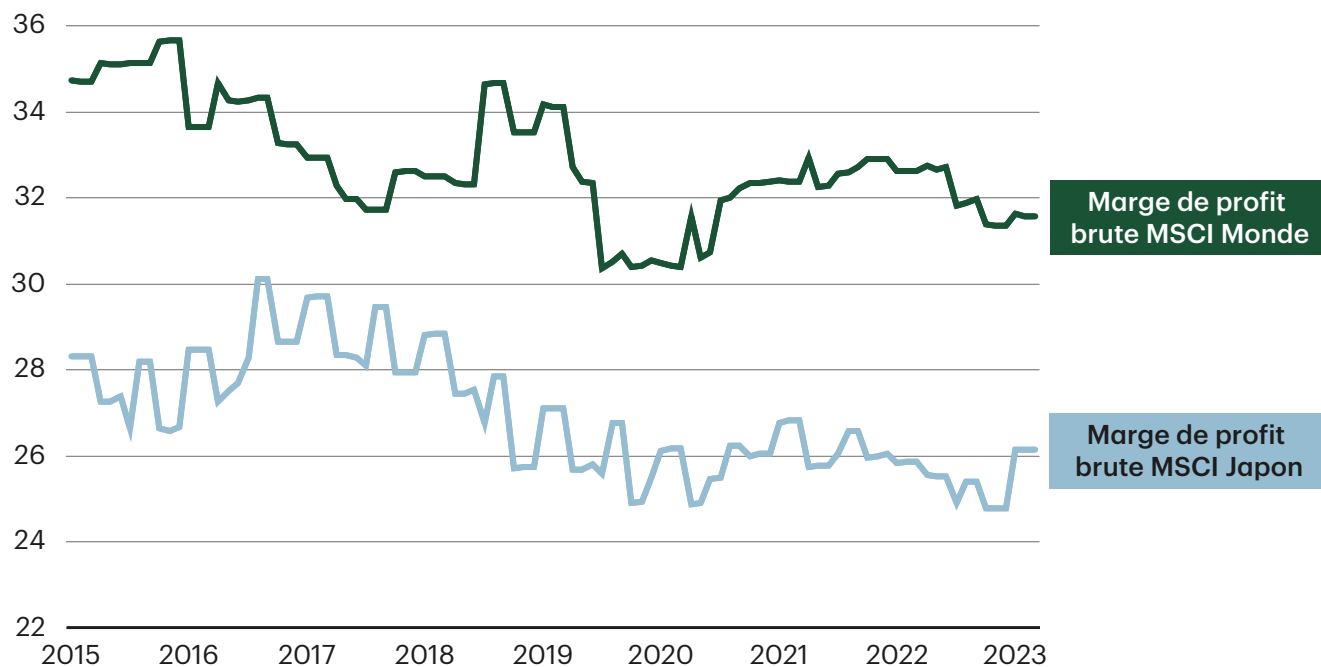
Nous observons donc que les rachats d’actions

sont plus efficaces que les indicateurs d’évaluation traditionnels, comme les ratios C/B ou C/VC, pour repérer les entreprises capables de tirer leur épingle du jeu. Cela tient au fait qu’une grande partie du marché japonais est axée sur la valeur, mais qu’elle ne crée pas suffisamment de valeur ajoutée économique à long terme. Dans ces conditions, il est clair que nombre d’entreprises présentant un faible ratio C/B non seulement n’offrent pas de potentiel de hausse intéressant, mais risquent en fait de se convertir en pièges de valeur.



La marge de profit brute constitue elle aussi un indicateur efficace. Comme on peut le voir à la figure 7, les marges des sociétés japonaises sont globalement inférieures à celles des entreprises des marchés développés.

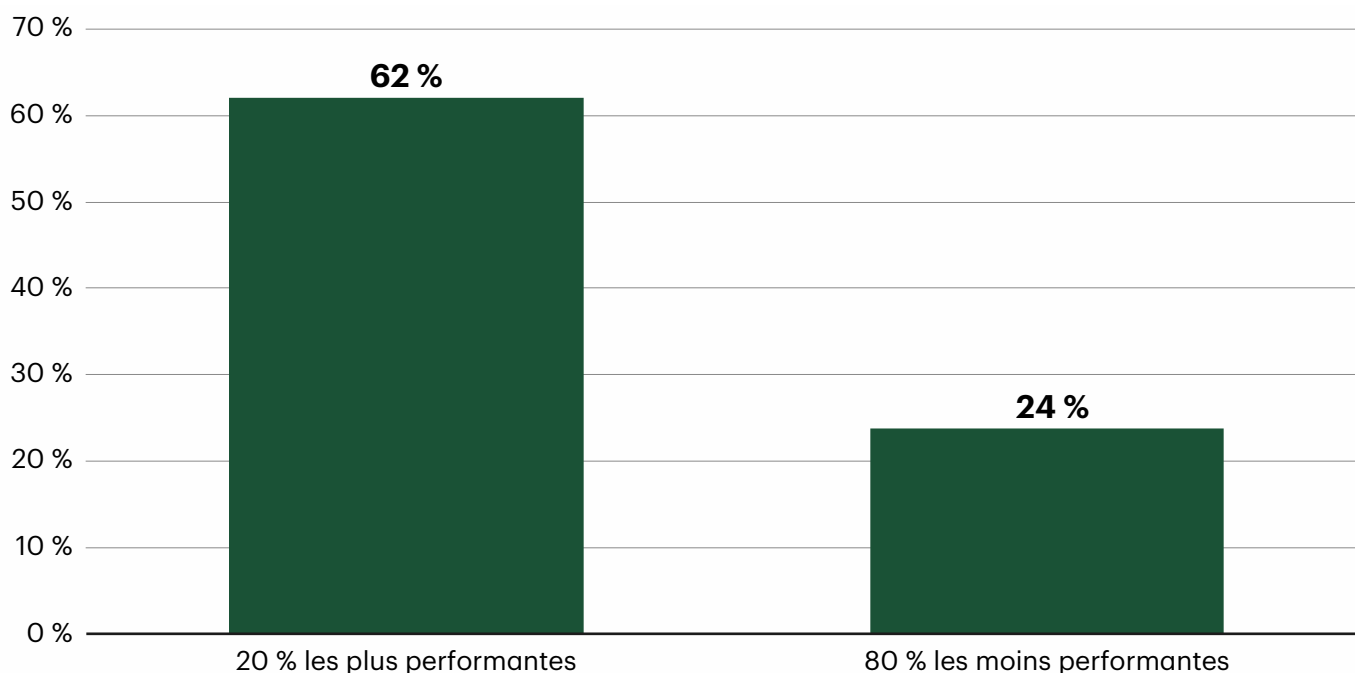
Figure 7 : Marge de profit brute des indices MSCI Monde et MSCI Japon



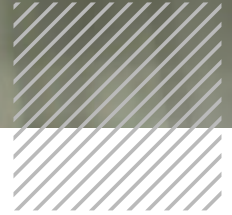
Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 janvier 2024.

On observe toutefois un écart important entre les sociétés affichant des marges élevées et celles dont les marges sont faibles. La marge de profit brute des entreprises figurant dans la tranche supérieure de 20 % des sociétés japonaises les plus performantes dépasse largement celle des 80 % restants. En raison de la difficulté à trouver des entreprises très rentables, les sociétés dont les marges sont plus élevées attirent les investisseurs, ce qui contribue à leur surperformance. Notre nouvel outil de sélection est conçu spécifiquement pour repérer ces entreprises à marge élevée.

Figure 8 : Marge de profit brute moyenne des entreprises de l'indice Topix



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 8 février 2024.



En résumé

Après des années, l'appel à la réforme de la gouvernance d'entreprise semble être entendu au Japon. Les sociétés qui sauront enfin répondre aux préoccupations des investisseurs ont des chances de combler leur déficit de rentabilité et d'évaluation, ce qui pourrait leur permettre de tirer leur épingle du jeu à moyen terme. Pour les investisseurs, c'est donc le moment de revoir leur exposition aux actions japonaises. Une gestion directe des pondérations par pays n'est pas forcément à la portée de tous, mais il est toujours possible d'investir au Japon au moyen d'une stratégie d'actions EAEO. Les caractéristiques spécifiques du marché japonais constituent toutefois un défi. De nombreux indicateurs traditionnels, comme les ratios C/B, les révisions des bénéfiques et le RCP/RCI, ne sont pas très efficaces dans le contexte japonais. Les gestionnaires de placements qui ont une connaissance et une expérience approfondies du marché nippon possèdent un avantage concurrentiel qui leur permet de générer des rendements supérieurs à long terme. ■



Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Tous les indices mentionnés sont des indices de référence largement acceptés pour les placements et représentent des portefeuilles de placements non gérés. On ne peut investir directement dans un indice. Les renseignements sur les indices permettent de comparer les résultats d'une stratégie de placement à ceux d'un indice boursier largement reconnu. Il n'est pas prétendu qu'un tel indice soit un indice de référence approprié pour une telle comparaison. Les résultats d'un indice ne reflètent pas les commissions et les coûts associés à la négociation. La volatilité d'un indice peut être très différente de celle d'une stratégie, et les placements du portefeuille peuvent différer grandement des titres composant l'indice. Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.