



12 raisons d'investir dans les petites capitalisations japonaises

MIYUKI KASHIMA

Responsable de la gestion actions japonaises



32 années d'expérience

A rejoint BNY Mellon Asset Management Japan* en avril 2013

Miyuki Kashima dirige l'équipe actions japonaises basée à Tokyo et est en charge de l'ensemble des stratégies gérées par l'équipe. Miyuki Kashima a débuté sa carrière chez Morgan Grenfell (renommée Deutsche Asset Management) en tant qu'analyste actions japonaises en 1985. Elle est devenue gérante en 1987, se spécialisant exclusivement sur le marché des actions japonaises. À partir de 1997, elle devient responsable des actions japonaises chez Chase Trust Bank avant de rejoindre Merrill Lynch Investment Managers (devenue BlackRock) en 2000. Elle a par la suite intégré ING Mutual Funds en juin 2009 en qualité de responsable du processus de gestion et de la performance de l'équipe actions japonaises, contribuant également au développement du processus d'investissement sur d'autres produits au sein de la région Asie-Pacifique.

L'économie japonaise, qui rebondit après une longue période de récession, offre une gamme d'opportunités attrayantes aux investisseurs. Pour Miyuki Kashima, responsable de la gestion actions japonaises chez BNY Mellon, le segment des petites capitalisations semble particulièrement intéressant à l'heure actuelle.

1) Contexte macroéconomique positif

La croissance économique du Japon a connu un retour en force ces dernières années. À cet égard, il convient de souligner que la croissance annuelle du PIB nominal s'inscrit en territoire positif depuis 18 trimestres consécutifs.

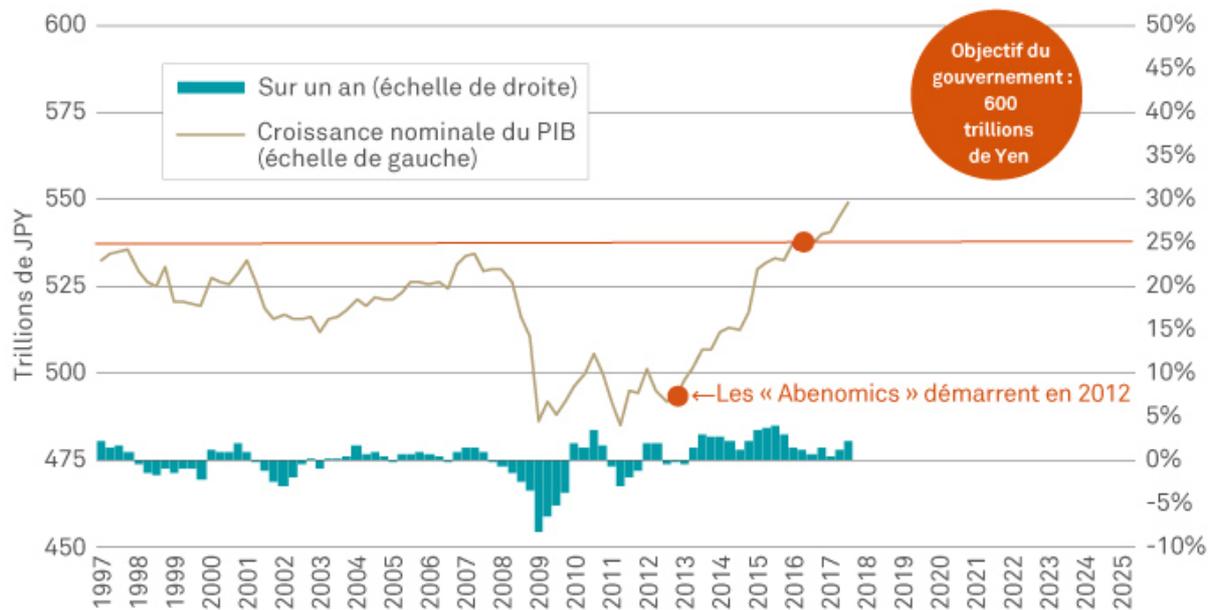
Selon Miyuki Kashima, ce rebond de la croissance représente un tournant majeur. Pour la première fois depuis 1997, le PIB nominal dépasse 533 000 mds JPY ; autrement dit, l'économie a enfin rattrapé le retard accumulé au cours de vingt ans de récession.

« Le PIB s'est nettement rétabli depuis le lancement du programme Abenomics¹, pour retrouver le niveau de 1997, point de départ de la vague de déflation. Cependant, la cible d'un PIB à 600 000 mds JPY fixée par le gouvernement est loin d'être atteinte ; aussi, rien ne laisse présager à ce stade d'un changement de direction ».

« La comparaison objective entre les promesses du gouvernement en matière économique et les résultats atteints est assez impressionnante. Selon nous, cela augure de perspectives très positives pour les investisseurs. »

¹ Le terme « Abenomics » désigne la politique de relance fiscale et monétaire dévoilée en 2013 par Shinzo Abe, le Premier
* Les gestionnaires sont désignés par BNY Mellon Investment Management EMEA Limited (« BNYMIM EMEA ») ou les sociétés de gestion de fonds affiliées afin d'assurer l'activité de gestion de portefeuille au titre des contrats portant sur les produits et services souscrits par les clients auprès de BNYMIM EMEA ou des fonds BNY Mellon.

La croissance annuelle du PIB nominal est positive sur 18 trimestres consécutifs



Source : Institut de recherche économique et sociale, bureau du Cabinet, gouvernement du Japon, e = estimation du gouvernement au 31 décembre 2017; dernières données disponibles : déc. 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration. Le PIB nominal est un PIB trimestriel nominal ajusté des variations saisonnières.

2) Les petites capitalisations sont plus concentrées sur le marché domestique

Si vous êtes convaincus que le contexte macroéconomique s'améliore au Japon, l'indice des petites capitalisations est incontournable. En effet, les petites capitalisations japonaises sont nettement plus orientées vers le marché domestique. Les chiffres de l'indice Russell/Nomura illustrent parfaitement cette situation. Le ratio d'exportation agrégé des entreprises de l'indice, calculé sur la base du chiffre d'affaires, atteignait 34% à la fin du dernier exercice. Situé à 37% pour les grandes capitalisations, ce ratio d'exportation ne dépassait pas 20% pour les petites capitalisations.²

Miyuki Kashima explique : « Jusqu'à aujourd'hui, les investisseurs internationaux se sont surtout intéressés aux grandes entreprises exportatrices et ont essentiellement misé sur la reprise mondiale. Mais la situation actuelle milite en faveur d'une approche différente. Ce sont essentiellement les petites entreprises qui se développent, et leur essor repose avant tout sur la vigueur du rebond de l'économie japonaise. Il est facile pour les investisseurs étrangers de passer à côté de cette caractéristique, mais le Japon dispose d'une économie domestique prospère, au sein de laquelle les entreprises les plus performantes ne sont pas forcément dépendantes de l'activité internationale. »

3) Les petites capitalisations surperforment les grandes dans un marché haussier

Dernièrement, les actions japonaises ont eu le vent en poupe. L'indice Topix³ a ainsi progressé de 20,7% sur les 12 mois courant entre le 31 janvier 2017 et le 31 janvier 2018. Si le marché reste orienté à la hausse, les données passées confirment que le segment des petites capitalisations (« small caps ») pourrait être un bon choix d'investissement. Une analyse comparée des

² Source : Russell/Nomura, données consultées le 31 janvier 2018.

³ Le TOPIX est un indice pondéré par la capitalisation de marché ajustée du flottant, qui intègre toutes les actions ordinaires domestiques cotées sur la première section du Tokyo Stock Exchange. Le TOPIX mesure la capitalisation de marché actuelle sur la base d'une capitalisation fixée à 100 points à la date d'origine (4 janvier 1968).

performances des small caps et des grandes capitalisations de l'indice Russell/Nomura entre 1984 et 2017 suggère, en effet, que les small caps ont surperformé sur la grande majorité des périodes de hausse des marchés.

Périodes de hausse du marché	Performance		
	Small Caps	Large Caps	Écart
Dec 84 – Dec 89	287%	210%	77%
Feb 93 – May 93	38%	27%	11%
Nov 93 – Jun 94	34%	21%	13%
Jun 95 – Apr 96	52%	43%	9%
Oct 98 – Mar 00	60%	65%	-5%
Feb 03 – Jan 06	164%	111%	53%
Jul 12 – Nov 15	136%	129%	7%
Jun 16 – Dec 17	58%	49%	9%

Source : Bloomberg, données jusqu'à la fin décembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration.

4) Une question de corrélation

L'attrait d'une exposition aux small caps japonaises semble également évident du point de vue des corrélations. Les investisseurs exposés à la classe d'actifs bénéficient en effet de leur moindre corrélation en moyenne par rapport aux indices européens, Asie hors Japon, émergents et américains. La faiblesse des corrélations est d'autant plus marquée sur les indices small caps.

Selon Miyuki Kashima, « les acteurs de marché débattent souvent de la question des alternatives lorsqu'il s'agit de diversification, mais la pertinence d'une exposition aux actions japonaises dans ce contexte est régulièrement omise. Selon nous, les investisseurs qui cherchent à diversifier leur portefeuille pourraient tirer profit d'une allocation aux small caps japonaises compte tenu de leur tendance à rester relativement décorréliées de l'évolution des indices d'actions internationales élargis ».

Indices actions	Corrélations des marchés d'actions (Jan. 2008 – Déc. 2017)					
	MSCI Japan	Russell Nomura Small Cap Index	MSCI Europe	MSCI Asia x Japan	MSCI Emerging	MSCI US
MSCI Japan	1.00	0.94	0.70	0.59	0.58	0.68
Indice Russell Nomura Small Cap	0.94	1.00	0.61	0.52	0.52	0.60
MSCI EUROPE	0.70	0.61	1.00	0.72	0.71	0.83
MSCI AC ASIA x JAPAN	0.59	0.52	0.72	1.00	0.98	0.79
MSCI EM	0.58	0.52	0.71	0.98	1.00	0.81
MSCI USA	0.68	0.60	0.83	0.79	0.81	1.00

Source : Bloomberg, *Corrélation des performances mensuelles sur 10 ans, entre janvier 2008 et décembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration*

5) Un vaste terrain de chasse

Les investisseurs dans les small caps japonaises ont deux avantages sur ceux qui préfèrent les grandes capitalisations. Premièrement, l'éventail d'opportunités est nettement plus large : seulement 350 titres dans l'indice des grandes capitalisations, contre 1 250 au sein de l'indice small caps.⁴ Deuxièmement, l'opacité du marché japonais incite les investisseurs internationaux à négliger les opportunités offertes par les small caps.

Miyuki Kashima précise que l'équipe d'investissement dans les small caps est souvent contrainte de préparer ses propres prévisions de bénéfices et de chiffre d'affaires pour des entreprises appartenant à l'univers des petites capitalisations.

Ces entreprises sont « sous les radars » de la communauté des investisseurs. Il n'existe pas de consensus et les entreprises elles-mêmes ne publient généralement pas de prévisions. L'équipe de Miyuki Kashima pallie ce manque grâce à sa connaissance locale, ses propres analyses comptables, ainsi que des rencontres avec les dirigeants. « Nous recherchons des opportunités que l'investisseur lambda ne parvient pas à identifier. Si cela exige naturellement une prudence renforcée afin d'éviter les écueils, cette approche nous permet également d'être les premiers à dénicher de véritables pépites. »

6) Sélectionner les valeurs gagnantes

Ce besoin d'expertise locale ressort également très clairement d'une revue du nombre de titres qui surperforment chaque année. Comme le montre le tableau ci-dessous, les investisseurs qui se concentrent uniquement sur les grandes capitalisations japonaises peuvent espérer identifier, dans une année faste, entre 10 et 25 entreprises générant une solide surperformance. Si les investisseurs souhaitent élargir leur portefeuille au-delà de ce gisement très restreint, ils n'auront d'autre choix que de prendre en considération un univers d'investissement nettement plus étendu et intégrer des small caps. Or, comme nous l'avons souligné, cela requiert une expertise locale très spécifique.

Selon Miyuki Kashima, il sera difficile pour un investisseur international qui ne s'intéresse qu'aux 50 principales actions de construire un portefeuille diversifié. Même une sélection efficace – ce qui n'est pas simple dans les meilleures circonstances – ne retiendra probablement que 25 titres, au mieux. Il

⁴ Les composants de l'indice Russell/Nomura Large Cap, représentant les premiers 85% de l'indice Russell/Nomura Total Market sur la base de la capitalisation de marché ajustée du flottant, sont les mêmes 350 sociétés que lors de la recomposition de l'indice en 2016. Le nombre des titres de l'indice Russell/Nomura Small Cap (incluant 800 micro capitalisations), représentant les derniers 15% de l'indice Total Market sur la base de la capitalisation de marché ajustée du flottant, s'élève à 1 250.

semble donc nécessaire d'étudier les opportunités de l'ensemble du marché, ce qui ne peut se faire sans une présence locale effective. Généralement, plus l'entreprise est petite, plus l'information disponible est limitée, sans compter qu'elle le sera uniquement en japonais. Pour élargir l'univers d'investissement, il est dès lors indispensable de pouvoir s'appuyer sur des équipes dotées d'une solide expertise sectorielle, linguistique et culturelle. »

TOPIX 500	Nombre total de titres ayant surperformé de plus de 15%	50 premières capitalisations ayant surperformé de plus de 15%
2004	142	12
2005	155	19
2006	87	20
2007	93	15
2008	161	16
2009	181	25
2010	104	10
2011	177	13
2012	111	21
2013	133	22
2014	147	10
2015	155	12
2016	113	12
2017	137	13

Source : Bloomberg, à fin 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration

7) La stabilité politique

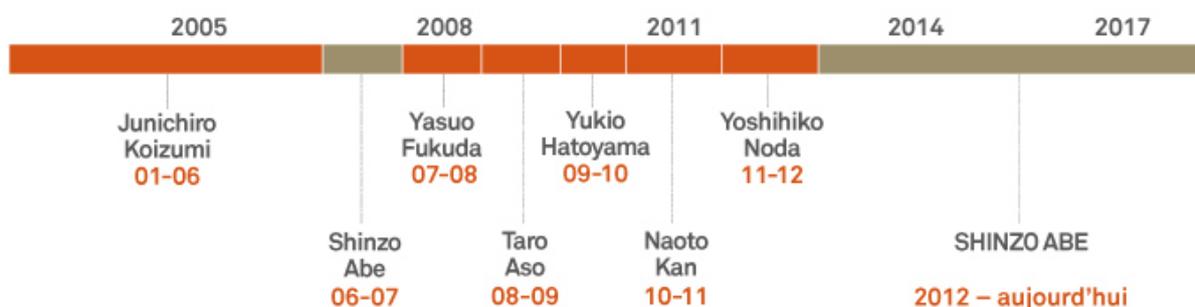
La question de la stabilité politique fournit une raison supplémentaire d'investir dans les small caps japonaises. La politique japonaise est passée d'une cause désespérée au milieu des années 2000 à un exemple de stabilité aujourd'hui. Entre 2006 et 2012, le pays a compté pas moins de sept premiers ministres, soit plus d'un par an. La situation a complètement changé depuis l'élection de Shinzo Abe, en décembre 2012.

Plus récemment, une victoire écrasante à l'élection de novembre 2017 a permis au PLD au pouvoir de conserver sa « super majorité » des deux tiers à la Chambre basse, qui compte 465 députés. Shinzo Abe pourrait ainsi faire partie des premiers ministres japonais à connaître la plus grande longévité à ce poste.

Miyuki Kashima estime que ce niveau de stabilité est une aubaine pour les petites entreprises, notamment depuis que le dirigeant japonais s'est engagé à maintenir sa politique *Abenomics*, le programme éponyme de mesures de relance fiscale et monétaire. « Au Japon, les élections sont

souvent suivies d'une redistribution des postes ministériels, mais cela semble improbable cette fois-ci. »

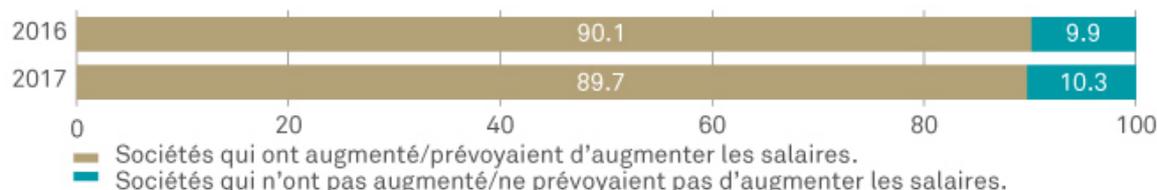
Changements radicaux : Premiers ministres japonais, de 2005 à aujourd'hui



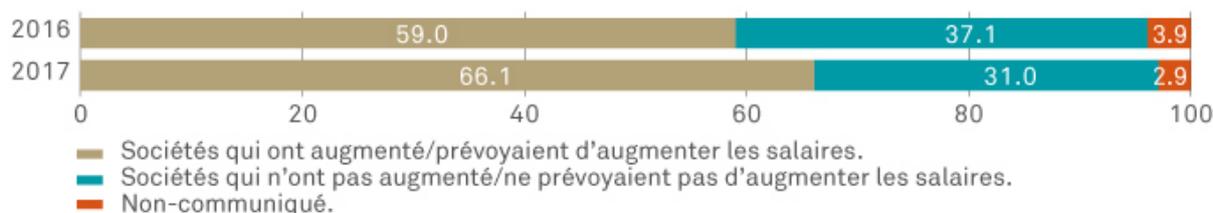
8) Croissance des salaires : les PME prennent le relais

Pour preuve de la confiance et de la vigueur croissantes du secteur des petites et moyennes entreprises japonaises, Miyuki Kashima souligne la situation pouvant être extrapolée des données sur la croissance des salaires. Jusqu'à très récemment, la part du lion des hausses salariales revenait aux grandes capitalisations et aux multinationales. Cependant, au cours des deux dernières années, un nombre de plus en plus important de petites capitalisations a également commencé à relever les salaires de ses employés. En 2016, par exemple, 59% des PME ont procédé à des augmentations de salaire. En 2017, ce chiffre dépassait 66%. Selon Miyuki Kashima, cela est essentiel pour la santé de l'économie dans son ensemble, car ce sont ces PME – et non les grandes multinationales – qui sont les principaux employeurs au Japon.

Augmentations de salaires au sein des grandes entreprises/multinationales : comparaison entre 2016 et 2017



Augmentations de salaires au sein des petites entreprises : comparaison entre 2016 et 2017

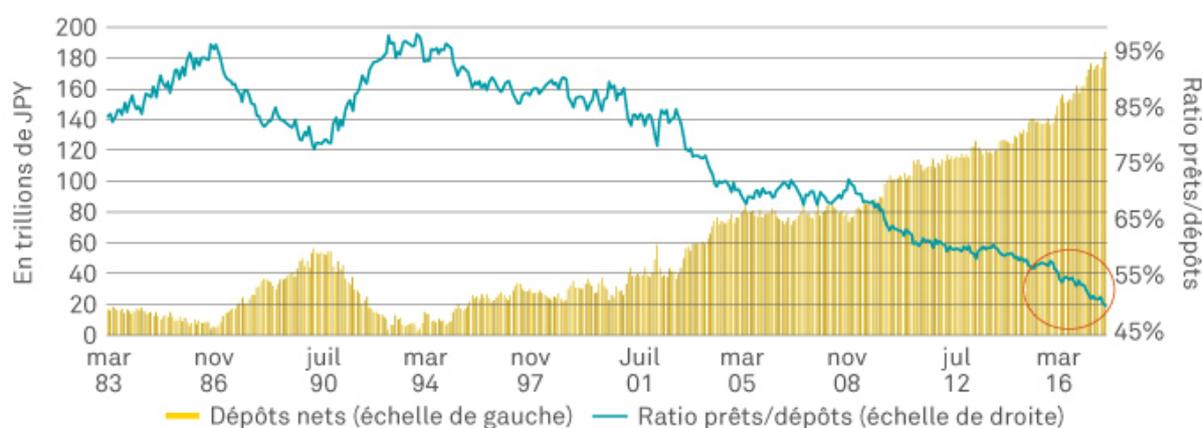


Source : Gouvernement japonais, ministère de l'Économie, du Commerce et de l'Industrie (METI), 23 octobre 2017

9) Le crédit bancaire : poumon des PME

Si les petites et moyennes entreprises sont de plus en plus confiantes dans l'avenir, un contexte de crédit favorable s'avère essentiel. Le ratio prêts/dépôts des banques japonaises est inférieur à 60%. Les banques américaines font un peu mieux, avec environ 70%.⁵ Mais en Europe, 16 des 28 pays étudiés par la Banque centrale européenne ont des secteurs bancaires dont les ratios prêts/dépôts moyens sont supérieurs à 100%. Pour Miyuki Kashima, cela souligne le fait que les banques japonaises disposent de capacités de prêt nettement supérieures à celles de leurs homologues internationales. « Si les PME japonaises souhaitent emprunter afin de maximiser leur potentiel de croissance, le capital est disponible. Nous pensons qu'il s'agira désormais d'un facteur de soutien pour les petites capitalisations japonaises. »

Ratio prêts/dépôts des banques japonaises



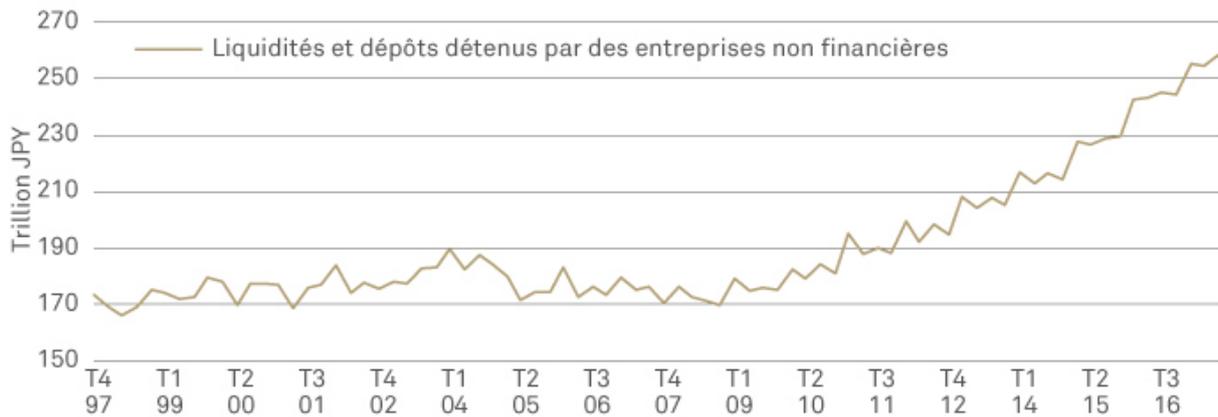
Source : Banque du Japon, données jusqu'à la fin novembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration.

10) Accumulation de trésorerie des entreprises

Si les banques ont des liquidités à dépenser, c'est également le cas des entreprises japonaises. Cette situation s'explique en partie par l'histoire de la déflation au Japon : dans un environnement déflationniste, il était logique de ne pas investir ou dépenser. En supposant que la déflation se termine et que le sentiment continue de s'améliorer, les entreprises pourraient se montrer plus disposées à utiliser cette montagne de liquidités – avec un effet domino positif sur l'ensemble de l'économie, et plus généralement sur les investisseurs.

D'après Miyuki Kashima, cela profite également aux petites entreprises japonaises. « Les grandes entreprises étant très bien capitalisées, le financement bancaire suscite une concurrence moins intense. Grâce à un potentiel de financement accru, les petites entreprises devraient désormais être en mesure de « booster » leurs niveaux de croissance. En cas de besoin, elles peuvent bénéficier de lignes de crédit avantageuses. »

⁵ Forbes : « Loan-To-Deposit Ratios For Largest U.S. Banks Show Signs Of Recovery In Q1 » (Signes de rebond au T1 des ratios prêts/dépôts des principales banques américaines), 13 juin 2017.



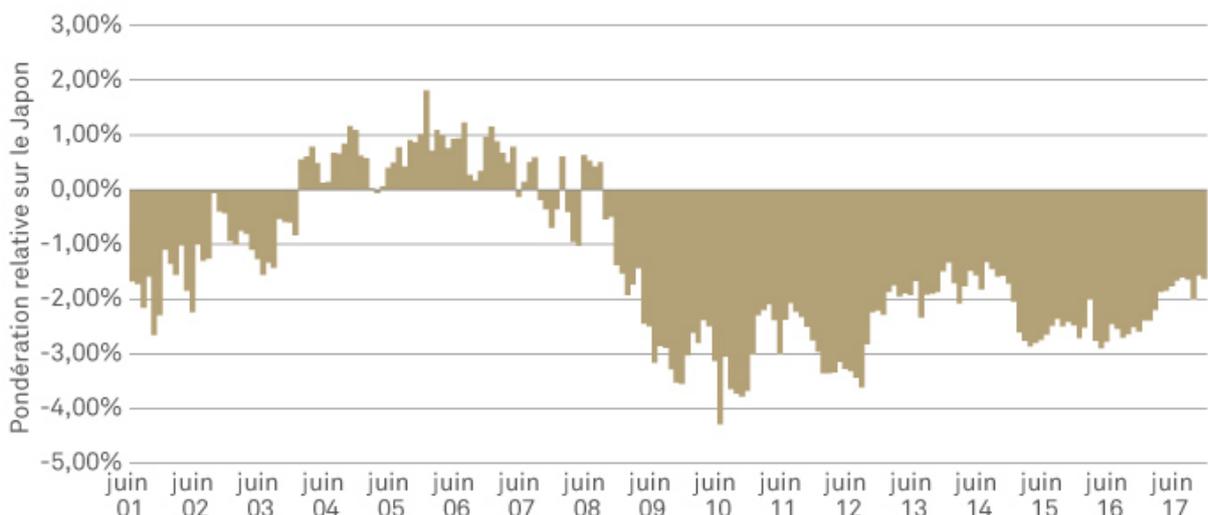
Source : Banque du Japon, données jusqu'à la fin septembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration.

11) Un potentiel sous-estimé

Malgré les éléments favorables, les investisseurs internationaux demeurent significativement sous-exposés sur le Japon. Entre avril 2003 et avril 2006, les achats nets d'actions japonaises ont atteint 250 mds USD. Entre octobre 2012 et décembre 2013, ce chiffre a chuté à 180 mds USD.⁶ Selon Miyuki Kashima, ce recul peut s'expliquer par l'importance exagérée accordée par les investisseurs aux aspects négatifs d'une exposition au Japon. Aujourd'hui, alors que l'économie japonaise reprend le chemin de la croissance, ce retard semble destiné à être comblé, ce qui pourrait se révéler favorable aux actions japonaises.

Cependant, les investisseurs internationaux ne sont pas les seuls à sous-pondérer les actions. Les ménages japonais détiennent également des positions en actions très limitées – à peine 11% des actifs financiers des ménages, selon la Banque du Japon.⁷ Miyuki Kashima explique : « Compte tenu de la performance des actions japonaises au cours des 20 dernières années, cette faible allocation n'est guère surprenante. Nous estimons toutefois que la poursuite de la reprise économique et des bonnes performances des entreprises japonaises inciteront les épargnants japonais à s'intéresser davantage aux actions, ce qui fournira un soutien supplémentaire au marché. »

Poids du Japon dans les stratégies globales des investisseurs internationaux



Source : Nomura Securities Co., Ltd., données jusqu'à la fin novembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration.

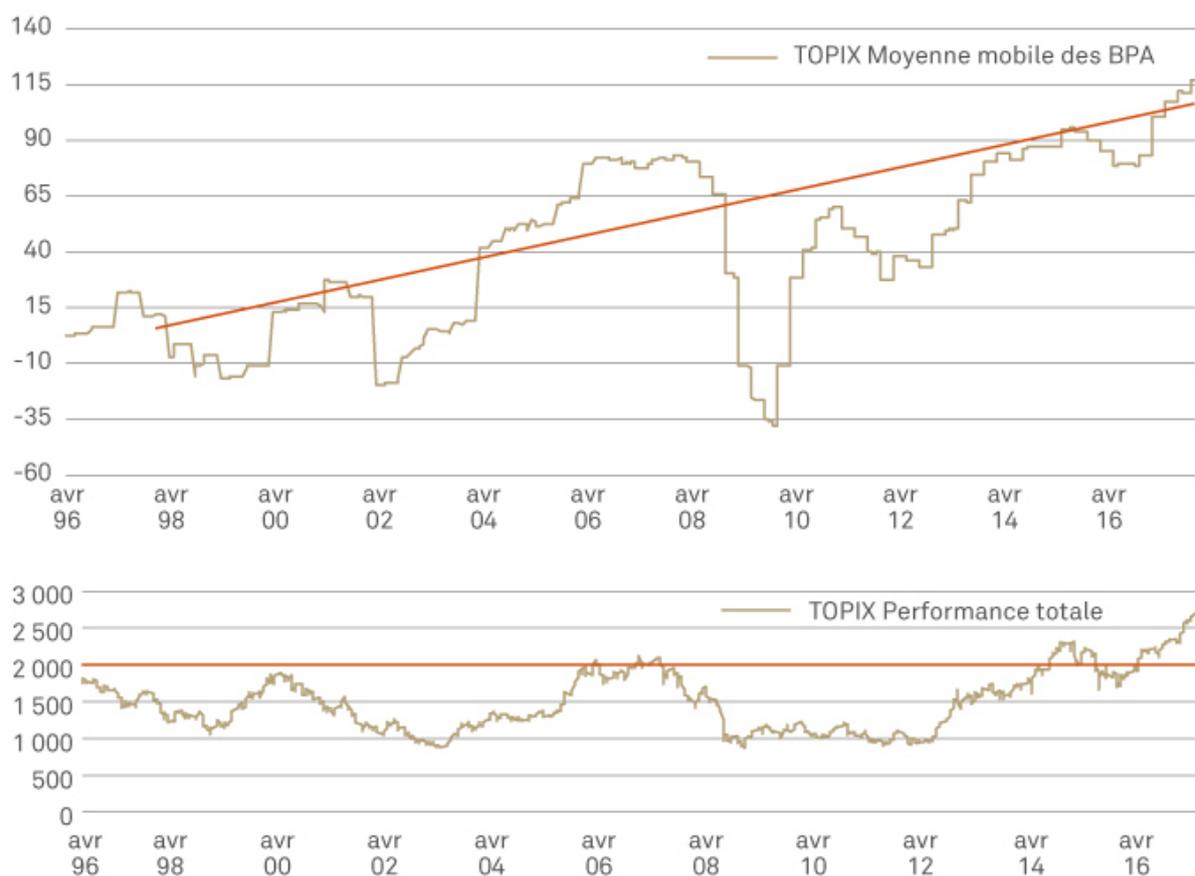
⁶ Source : Nomura Securities Co., Ltd., données jusqu'à la fin novembre 2017. Présenté exclusivement à titre d'illustration.

⁷ Banque du Japon, au mois de septembre 2017.

12) La bonne nouvelle n'est pas dans le prix...

Nous avons vu que les actions japonaises étaient sous-estimées par les investisseurs internationaux ; cependant, elles paraissent aussi intrinsèquement sous-évaluées. En tout cas, c'est ce que suggère le décalage entre la performance des indices japonais et l'amélioration des bénéfices des entreprises. Comme le montre le graphique ci-dessous, le rebond des bénéfices s'est accompagné d'une progression plutôt modeste du marché des actions. Au moins de ce point de vue, les actions japonaises semblent offrir un potentiel de hausse des valorisations non négligeable, observe Miyuki Kashima en guise de conclusion.

Indice TOPIX/bénéfices par action réels pondérés



Source : Bloomberg, au mois de février 2018 - moyenne mobile des bénéfices par action sur 12 mois. Présenté exclusivement à titre d'illustration.