



Titres

- Analyse T1
- Perspectives pour l'Europe : Moins de panique et des signes de progrès.
- Perspectives pour le Japon : La reprise est-elle durable ?
- Conséquences pour les investissements d'un yen plus faible
- Nager à contre-courant
- Conclusion

Nos fonds Actions « Value »

Fonds	Code ISIN
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Mkts Value	LU0760183912
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

L'information détaillée est disponible à l'adresse sparinvest.eu.

- sparinvest.eu

Actions « Value »

Cher investisseur,

Analyse T1

Dans notre dernière lettre, nous avons exposé nos attentes pour 2013 : le retour progressif de l'appétit pour le risque des investisseurs, avec davantage de discernement, et pour conséquence, une hausse générale des marchés boursiers. Nous avons osé espérer qu'un recours accru à la sélection des titres, soutenu par l'activité de fusions-acquisitions, permettrait aux fondamentaux de regagner le devant de la scène, et profiterait à notre style « Value » classique. Le premier trimestre a relativement bien soutenu ces attentes.

Perspectives pour l'Europe : Moins de panique et des signes de progrès.

Les marchés actions ont débuté l'année de manière raisonnable et notre fonds mondial actions a gagné environ 9 % au cours du premier trimestre. Cette hausse des marchés est intervenue malgré le retour de risques majeurs en Europe : le résultat indécis des élections italiennes et le sauvetage de dernière minute à Chypre. L'Europe n'est pas encore sortie d'affaires mais des progrès sont en cours et, ce qui est plus important, il semblerait que les investisseurs réagissent plus calmement. En 2012, les actions européennes ont démarré l'année très fort mais sont retombées dans le rouge lorsque que des inquiétudes au sujet de l'Espagne ont frappé les marchés. En 2013, jusqu'à ce jour, le problème de Chypre a certainement eu un impact mais les actions européennes ont malgré tout enregistré des gains, en valeur absolue, de 5 % à 6 % au cours du premier trimestre. Au cours des dernières

années, nous avons souvent constaté que les marchés étaient davantage influencés par le moral des investisseurs, voire par un sentiment de panique, plutôt que par les fondamentaux. Si l'on en juge par la réaction des marchés vis-à-vis de la situation de Chypre, il se pourrait que les fluctuations engendrées par des mouvements de panique sur les marchés deviennent moins extrêmes que par le passé.

Ceci étant dit, l'Europe a sous-performé d'autres régions importantes telles que le Japon et les Etats-Unis au cours des trois derniers mois. Ceci explique la raison pour laquelle nos fonds, qui ont une exposition relativement élevée aux valeurs européennes, ont enregistré une performance légèrement inférieure à celle de l'indice mondial. Le fait qu'en Europe les actions « value », qui sont bon marché en termes de ratio cours/valeur comptable ou cours/bénéfice, aient enregistré des sous performances majeures, n'a pas aidé la situation. Mais nous constatons que les valorisations d'actions européennes restent à des niveaux faibles et extrêmement attrayants. N'oublions pas que, en 2012, malgré un début d'année difficile pour l'Espagne, l'Europe a finalement généré des rendements plus élevés que les Etats-Unis et le Japon.

Perspectives pour le Japon : La reprise est-elle durable ?

Dans notre dernière lettre, nous avons constaté que le Japon offrait des motifs d'optimisme. En fait, ce marché important est celui qui a enregistré jusqu'ici les meilleures performances en 2013. Nos fonds ont une exposition significative au Japon. Bien que nous ne soyons en aucun cas tombés sous le charme des sociétés japonaises, lors de nos investissements dans des titres « value » nous avons souvent trouvé des opportunités d'achats de titres bon marché et extrêmement attrayants. De plus, si l'on se place dans une perspective à long terme et à l'échelle mondiale, les actions japonaises ont enregistré de bonnes performances. Ceci étant dit, la solidité du yen enregistrée au cours des dernières années, conjuguée à certains facteurs comme le tremblement de terre de 2011, a entraîné une sous-performance, ce qui suscite inévitablement quelques doutes sur le potentiel d'appréciation du marché actions japonais.

La reprise récente a été tirée par une combinaison de valorisations faibles et par la politique du nouveau gouvernement Abe. Le cours plus faible du yen constitue le résultat le plus évident mais les objectifs de taux d'inflation et la dérégulation n'en sont pas moins importants. Essayons de nous concentrer davantage sur l'impact du yen. Il règne encore beaucoup de scepticisme sur les récentes évolutions au Japon, si l'on en juge par la remarque suivante : « Le Japon a connu un yen plus faible par le passé et cela n'a jamais été favorable, tout particulièrement si vous êtes un investisseur en euros ou en dollars US ». Nous ne sommes pas d'accord avec cette affirmation. L'exemple le plus significatif est probablement l'année 2005, lorsque le programme de réformes du premier ministre Koizumi a eu un impact sérieux sur le marché japonais. De décembre 2004 à novembre 2005, le yen a baissé de 14 % par rapport au dollar et les actions japonaises ont enregistré des surperformances significatives à l'échelle mondiale, tant pour les investisseurs en dollars qu'en euros.

Conséquences pour les investissements d'un yen plus faible

Nous pensons que les effets d'un yen plus faible peuvent être illustrés tout simplement par trois phases principales :

1. Faiblesse initiale - Gains sur les marchés - Pertes de change

La baisse initiale du yen génère une hausse du prix des actions tirée par un sentiment immédiat des investisseurs, tout particulièrement pour les exportateurs. Les gains en yens sur le prix des actions excèdent généralement les pertes de change, ce qui se traduit par des rendements positifs même en euros ou en dollars US. Nous avons constaté l'amorce de cette phase à partir du milieu du mois de novembre 2012, par exemple pour certains titres comme FujiFilm, Sony, Toyota Industries, Yamaha Motor.

2. Arrêt de l'affaiblissement de la devise et prise de bénéfices

Dans la phase n°2, le yen ne s'affaiblit plus aussi rapidement, et il arrive même parfois qu'il se renforce légèrement. Ceci provoque inévitablement une prise de bénéfices pour certains titres qui ont connu les reprises les plus

importantes. Nous avons constaté cette situation en février 2013 lorsque que le yen s'est raffermi légèrement par rapport au dollar US et à l'euro. Ceci a coïncidé avec l'annonce des résultats du troisième trimestre au Japon qui ont peut-être déçu certains observateurs : malgré un yen plus faible, les sociétés n'ont pas procédé à des révisions majeures à la hausse de leurs prévisions de bénéfices. Pendant cette phase, il se peut que les rendements soient un peu faibles, mais il est trop tôt pour juger, à ce stade, de l'impact fondamental réel de l'affaiblissement de la devise.

3. La stabilisation entraîne des bénéfices plus élevés, des prix plus élevés et moins de tensions sur le marché des changes.

Au cours de la phase n°3, le yen se stabilise à un nouveau palier, plus faible, et les sociétés commencent à générer des bénéfices fondamentaux. Les gains plus élevés commencent à se traduire dans les résultats et les prévisions, ce qui fait baisser certains ratios comme le ratio cours/bénéfice et le ratio cours/valeur comptable. Ceci peut pousser le prix des actions au niveau du yen alors que la devise ne s'affaiblit plus considérablement : les investisseurs en euros ou en dollars US profitent donc de cette situation. Ceci signifie qu'il n'est plus nécessaire que le yen s'affaiblisse encore plus pour que l'effet soit positif : le fait qu'il se stabilise simplement à un nouveau palier aide énormément les sociétés.

De plus, il convient de garder à l'esprit que, outre l'impact direct de la devise sur les bénéfices, de nombreuses sociétés japonaises ont été affectées négativement au plan concurrentiel par un yen fort - et que cette situation pénalisante peut s'inverser fortement grâce à l'affaiblissement de la devise. Les évaluations actuelles ne tiennent pas compte de l'activité commerciale accrue que de nombreuses sociétés enregistreront au cours des trimestres à venir.

Nager à contre-courant

L'autre soir, je lisais un article sur le décès de Margaret Thatcher et j'ai trouvé la référence suivante : « A mon avis, le terme consensus semble refléter le processus d'abandon de tous principes, croyances, valeurs et politiques. C'est donc une démarche à laquelle personne ne croit et sur laquelle personne ne formule d'objections ». Nager à contre-courant est une des choses les plus difficiles lorsque l'on est un investisseur « value ». Nous avons répété à plusieurs reprises, au cours

des dernières années, qu'un investissement « value » est essentiellement une question de cohérence : appliquer systématiquement votre stratégie lorsque vous êtes testé sur vos convictions. Ceci a certainement été le cas au cours des cinq dernières années lorsque la tourmente économique persistante a fréquemment détourné l'attention des investisseurs des fondamentaux des sociétés pour provoquer des réactions suite à des événements macro-économiques et politiques.

Les marchés financiers ont été encore davantage tirés par la recherche d'un consensus que d'habitude. En effet, les investisseurs se sont regroupés dans des soi-disant « valeurs refuges », comme les valeurs traditionnelles de type « valeurs défensives », les actions américaines ou les « blue chips ». Ce comportement a été plus motivé par un souhait de stabilité et de prévisibilité à court terme que par des valorisations attrayantes. Les investisseurs ont essayé de ne pas s'écarter du troupeau. Mais lorsque que tous les investisseurs se mettent à courir dans une même direction, il est normalement temps de courir dans l'autre direction.

Les expériences passées des marchés nous ont montré que, à long terme, les titres bon marché enregistrent réellement des surperformances. Les titres « value » surperforment le marché. Nous avons donc appliqué systématiquement notre stratégie consistant à investir dans des valeurs qui nous semblent avoir subi une décote considérable par rapport à leur valeur intrinsèque à long terme. La réalité est que, au cours des dernières années, ceci n'a pas été très rentable : les facteurs classiques des titres « value », comme des ratios faibles cours/valeur comptable et cours/bénéfice ont été ignorés. Pendant une certaine période, il a été plus lucratif de se « coller à l'indice ». Les actions ont été fortement corrélées entre elles et ont évolué en groupes très larges basés sur les pays, secteurs ou indices respectifs auxquels elles appartenaient. Coller à l'indice est certes rentable, mais à condition que tout le monde continue de le faire. Cependant, l'histoire prouve que de telles périodes ont toujours une fin. Lorsque cela arrive, la récompense peut être très rapide et très élevée pour les investisseurs « value ». L'investissement « value » consiste à acheter essentiellement des titres de sociétés très décotées parce que, au final, ce sont elles qui vont générer les rendements à long terme les plus élevés.

Conclusion

Ce qui est encourageant, pour le premier trimestre de 2013, c'est que nous avons constaté des corrélations entre des valeurs qui ont quelque peu baissé. Par ailleurs, quelques signes timides nous permettent d'envisager que les marchés commencent à dépasser les rumeurs macro-économiques à court terme et à se recentrer sur le potentiel d'appréciation à long terme. Nous pensons toujours que le retour progressif de l'appétit pour le risque des investisseurs, avec davantage de discernement, devrait entraîner une hausse générale des marchés boursiers. Nous sommes encouragés par les évolutions récentes du marché japonais et par le potentiel d'une reprise sur le marché européen grâce aux facteurs classiques des titres « value » qui commencent à générer à nouveau de bons rendements. Entre-temps, nous poursuivons notre recherche de nouveaux investissements attrayants dans le monde entier. Beaucoup d'éléments nous permettent donc d'être optimistes. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les valorisations faibles de nos portefeuilles sont attrayantes, et le fait que les sociétés que nous détenons en portefeuille renferment toujours une certaine marge d'appréciation nous rend confiants pour l'avenir.

Veillez agréer, cher investisseur, l'expression de mes salutations distinguées.

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
18 avril 2013

'L'équipe « Value » de Sparinvest'



Rangée supérieure, de gauche à droite:

David Orr
Senior Portfolio Manager
Lisbeth Søgaard Nielsen
Portfolio Manager
Jeroen Bresser
Portfolio Manager
Per Kronborg Jensen
Senior Portfolio Manager
Morten Rønnow Tandrup
Equity Analyst

Rangée inférieure, de gauche à droite:

Karsten Løngard
Senior Portfolio Manager
Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader / Chief Portfolio Manager
Trine Uggerhøj
Portfolio Manager
Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager

Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unies et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

Signatory of:



Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez-vous référer au prospectus, au document d'informations clés pour les investisseurs et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank S.A., Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.