



Titres

- Discours et réactions
- Besoin de changement
- Cristallisation des actifs - études de cas
 - Canadian Tire
 - Oil States International
- A l'avenir

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,

Discours et réactions

Le deuxième trimestre a été marqué par une volatilité prononcée parmi les actions mondiales et parmi nos fonds. Les marchés boursiers ont gagné du terrain en avril à mesure que les banques centrales maintenaient leur politique monétaire accommodante. Puis en mai, Ben Bernanke, le président de la Fed, a laissé entendre que l'Institution pourrait commencer à réduire le rythme de ses rachats d'actifs si les données économiques continuaient d'afficher des signes d'amélioration, ce qui a effrayé les marchés. Cette « nouvelle » perspective de réduction des mesures de relance de la Fed a propulsé les rendements obligataires mondiaux vers le haut tout en exerçant des pressions sur les marchés boursiers. Le trimestre s'est terminé sur un repli marginal de l'indice MSCI World, tandis que le fonds Sparinvest Global Value a gagné près de 2 %.

Les discours des banques centrales et les réactions qu'ils entraînent sur les marchés peuvent parfois sembler déconcertants et soulever les questions classiques liées à la finance comportementale et aux avantages et inconvénients de la pensée à court terme par rapport à la pensée à long terme. A nos yeux, les marchés ont eu une réaction excessivement négative aux déclarations de Ben Bernanke en mai et juin. Les mesures effectives prises par la Fed dépendent en réalité des événements économiques sous-jacents : elle ne s'en tient pas à une feuille de route stricte faisant fi des événements. Comme l'a dit Ben Bernanke en juin, « Si vous déduisez de ce que je viens de dire que notre politique... arrivera à son terme au milieu de l'année prochaine, vous avez tort car

nos rachats de titres sont liés à ce qu'il se passe au sein de l'économie ». Naturellement, les craintes quant à l'échéance précise de la politique de la Fed ne sont pas sans effet sur les actions, mais ce dont il s'agit en fait ici, c'est de la normalisation de l'économie qui entraînera une normalisation de la politique monétaire, ce qu'à moyen et long termes nous considérons comme positif pour les actions mondiales et également pour les actions Value.

Quoi qu'il en soit, la réaction du marché à court terme a été négative, suggérant un sentiment mondial toujours agité. Les marchés émergents ont réagi le plus fortement, la hausse des rendements obligataires américains incitant les investisseurs à se défaire de la dette émergente, tandis que les devises locales faiblissaient et que les actions subissaient de fortes pertes. De surcroît, le sentiment global du marché n'a pas été aidé par les inquiétudes liées à la Chine, où la faiblesse des données sur les échanges commerciaux s'est associée à la peur que le crédit ne s'assèche sur fond d'envolées des taux interbancaires.

Au Japon, après un début d'année en fanfare, les marchés des actions ont subi une correction en mai, la volatilité flirtant avec ses niveaux d'après le séisme de 2011. Malgré cela, l'Archipel a terminé la période sur une belle avancée, maintenant sa performance solide du premier trimestre.

Dans la zone euro, la politique monétaire accommodante a été prolongée, la Banque centrale européenne ramenant ses taux à 0,5 % en mai. Les données ont montré que les économies de la zone euro restaient faibles, mais leur orientation est encourageante. Par exemple, les sondages PMI (Purchasing Managers Index) sont restés inférieurs à 50 points, mais en hausse, les chiffres de juin révélant des embellies à travers l'Europe, à l'exception de l'Allemagne qui a un peu perdu de terrain après un début d'année solide. L'Europe a encore du pain sur la planche, mais les chiffres indiquent qu'elle connaît désormais une lente reprise et que la récession y a pris fin.

Les événements récents soulèvent la question intemporelle des bienfaits du long terme par rapport au court terme. La diminution de l'assouplissement quantitatif par la Fed dépendra

des améliorations économiques sous-jacentes. La classe politique japonaise, très longtemps inactive, prend des mesures audacieuses pour remettre le pays sur la voie de la compétitivité. En Chine, les mesures prises par le gouvernement pour passer de la dépendance à l'égard des investissements à une économie davantage basée sur la consommation devraient contribuer à une croissance à long terme plus stable et plus durable. Tous ces phénomènes s'accompagnent certes d'un potentiel de volatilité à court terme, mais nous les considérons comme des étapes positives qui devraient profiter à la performance à long terme.

Besoin de changement

En Europe et au Japon, le besoin de changement ne fait aucun doute. La classe politique européenne a agi avec lenteur mais semble maintenant remédier aux problèmes. Pour renouer avec la compétitivité, l'Europe devra notamment adopter des réformes visant à créer un marché de l'emploi plus flexible. Les réformes et structures introduites à l'échelle locale dans les pays de l'UE doivent faire l'objet d'une coordination accrue pour garantir qu'elles aient l'effet souhaité sur l'économie européenne dans son ensemble.

Au Japon, le Premier ministre Abe avance à grands pas dans son programme à « trois flèches » : l'assouplissement monétaire, l'expansion budgétaire et la réforme. Cette dernière est susceptible de créer les avantages les plus durables, mais elle est aussi la plus difficile à mettre en œuvre. Une fois de plus, un marché de l'emploi plus flexible est essentiel. La baisse des salaires, qui contribue à une économie déflationniste, doit cesser. Un droit du travail plus flexible devrait aider en rendant les sociétés plus efficaces et plus à même de créer de la croissance et des emplois plus précieux à long terme. L'augmentation de la participation des femmes à la vie active peut jouer un rôle vital, des statistiques récentes ayant même montré que le taux de fertilité avait été dopé, au Japon, par la hausse du nombre de familles à deux revenus.

Le besoin de changement du Japon était clair, mais étant donné l'historique de sa classe politique ces dernières années, d'aucuns resteront probablement sceptiques tant qu'aucun résultat clair n'aura été constaté.

Nous avons souvent déclaré que le redressement à l'issue de la crise financière mondiale ne serait ni facile ni rapide. Il est rare que les réformes portent leurs fruits d'un jour à l'autre. Cependant, une évolution progressive s'accompagne d'un potentiel robuste pour les marchés boursiers mondiaux et pour nos investissements.

Cristallisation des actifs

En 2013, nous nous attendions à ce que l'appétit pour le risque et surtout la sélectivité augmentent, les investisseurs se concentrant davantage sur les fondamentaux et sur les mérites relatifs des actions individuelles. En mai et juin, la politique monétaire et l'actualité macroéconomique en général ont continué de dicter l'évolution des marchés. Il ne fait toutefois aucun doute que les fondamentaux et les évaluations des titres individuels gagnent en importance. Par exemple, les actions Value et les petites capitalisations se sont bien comportées aux États-Unis et nous observons également, au sein de nos portefeuilles, des cas où le marché commence à refléter les valeurs individuelles des entreprises de manière plus réaliste.

Nous identifions toujours un potentiel de fusions-acquisitions concernant bon nombre de nos positions. Mais il ne s'agit pas là du seul moyen de créer de la valeur. Historiquement, les sociétés ont aussi procédé à des désinvestissements ou des scissions/introductions en Bourse de segments d'affaires. Par exemple, lorsqu'une entreprise possède des actifs immobiliers stables, il peut être judicieux d'envisager une scission pour créer un Real Estate Investment Trust (REIT). Les REIT sont des structures qui bénéficient d'un statut fiscal d'entreprise réduit et sont tenues de distribuer l'essentiel de leurs revenus aux investisseurs. Il en existe quelques exemples parmi nos positions actuelles.

Canadian Tire est le premier distributeur du pays et vise à avoir un magasin « à 15 minutes maximum de presque partout au Canada » avec une vaste gamme de produits et d'opérations liés dans les domaines des stations-services et des cartes de crédit. Nous avons investi dans la société début 2010, lorsqu'elle semblait trop bon marché au vu de son profil de bénéfices solide et en plein essor, de son potentiel de flux de trésorerie disponible solides et de son bilan géré avec prudence. Canadian Tire était propriétaire de la

majorité de son réseau de magasins et bien que conservatrice, son équipe de direction s'était montrée consciente du potentiel de valeur lié à cette propriété.

La société s'est bien comportée au cours des deux années suivantes, progressant de plus de 16 % en données annualisées en EUR. En mai 2013, la direction a annoncé qu'elle procéderait à une scission de son immobilier en REIT, d'une valeur de marché estimée à environ 3,5 milliards de CAD. Outre les avantages financiers et opérationnels, cette mesure a attiré l'attention des investisseurs sur la valeur de l'entreprise, dont le cours boursier a alors bondi de 14 % supplémentaires. Nous restons investis dans Canadian Tire car sa valeur intrinsèque présente toujours selon nous une décote intéressante.

Oil States International est un autre exemple (acquis en mars 2013). Cette société diversifiée possède quatre domaines d'affaires offrant des produits et services liés à la production de pétrole, de gaz et de minéraux au Canada, en Australie et aux États-Unis, y compris l'offre de logements aux travailleurs. Nous apprécions l'historique solide, la diversité, la vigueur du bilan et, naturellement, l'évaluation attrayante. L'activité logement est solidement adossée à des actifs - des logements modulaires en l'occurrence - assortis de contrats à long terme et de flux de trésorerie stables. La direction nous a informés que même si elle n'avait pas l'intention immédiate de créer un REIT, elle envisageait régulièrement l'option, consciente du besoin de maximiser la valeur de ces actifs pour les actionnaires. En avril 2013, un autre investisseur - qui possédait plus de 14 % - a lui aussi demandé à Oil States de procéder à une scission en REIT. Si rien de concret n'a encore été décidé, le cours de l'action a rapidement réagi. De plus, nous demeurons convaincus que la direction fera tout son possible pour optimiser la valeur à long terme.

Ce sont deux exemples encourageants très récents. Mais nous sommes surtout rassurés par le fait que nos portefeuilles contiennent de nombreuses sociétés dont la valeur sous-jacente de certains actifs ou opérations n'est guère reflétée par le prix de marché actuel.

A l'avenir

L'économie mondiale n'est en aucun cas sortie d'affaire. La reprise prend du temps et peut s'accompagner d'une certaine volatilité, comme l'a montré le récent repli du marché. Mais le fait que les marchés des actions se soient montrés plus sélectifs en 2013 nous semble encourageant, certains titres « meilleur marché » attirant l'attention. De plus, nos fonds ont affiché des performances globalement raisonnables sur l'année en cours. Les replis offrent également des opportunités d'investissement et nous identifions de bonnes affaires sur différents marchés. Comme toujours, nous recherchons des sociétés bénéficiant de finances solides et émettons des hypothèses prudentes, analysant les actifs ou bénéfiques sur un cycle entier. Nous procédons ensuite à une estimation conservatrice de la valeur intrinsèque et investissons s'il existe une décote significative. Nos portefeuilles sont assortis d'évaluations intéressantes et nous pensons que la décote significative par rapport à la valeur intrinsèque est susceptible de générer des performances d'investissement robustes dans les prochaines années.

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

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
12 juillet 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 Løngaard
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.