

Lettre aux actionnaires

VALUE EQUITY

Brexit et Bregret

Bregret ?

Un seul mot a dominé l'actualité des marchés ces derniers temps : le Brexit. A mesure que le deuxième trimestre progressait, l'attention s'est de plus en plus portée sur le référendum au Royaume-Uni. Les sondages d'opinions n'ont eu cesse d'osciller d'un côté à l'autre. Pendant les derniers jours ayant précédé le vote du 23 juin, les marchés semblaient s'être positionnés en faveur d'une victoire du maintien dans l'UE, de telle sorte que les résultats du référendum ont déclenché une onde de choc sur les marchés. L'or a augmenté, les rendements obligataires ont baissé et les actions ont dévissé – les secteurs cycliques ayant sous-performé leurs équivalents défensifs et le style Value ayant fait mieux que son équivalent Growth.

Le choc s'est quelque peu atténué. Mais soyons clairs : il ne s'agit pas actuellement d'un marché en panique qui liquide tous ses actifs les yeux fermés. Les actions mondiales sont relativement proches de leur niveau de l'avant-Brexit. Les cours des titres bancaires ont nettement souffert, mais nous ne sommes pas confrontés à une crise du crédit ; les swaps sur défaillance de crédit et les coûts marginaux du financement n'ont pas réagi trop violemment. Si ces constats sont rassurants, ils n'ont rien de très surprenant : le secteur financier, et même le secteur privé en général, sont en bien meilleure forme qu'il y a quelques années.

Quoi qu'il en soit, les marchés financiers resteront probablement volatils pendant un certain temps. La campagne présidentielle américaine se poursuit. Au Royaume-Uni, David Cameron a immédiatement annoncé sa démission ainsi que son intention de ne pas invoquer l'Article 50 – considéré comme un engagement officiel de retrait de l'UE dans un délai de deux ans. Il entend déléguer cette tâche à son successeur à la tête du Parti conservateur et au rôle de Premier Ministre. Cette annonce a déclenché de nombreuses spéculations sur la possibilité et l'échéance de cette étape cruciale.

La scène politique fait actuellement l'objet de bouleversements majeurs. Les Conservateurs sont en phase de choisir leur leader, mais Boris Johnson, un architecte majeur de la victoire du vote « Quitter », a vu ses espoirs détruits face aux

critiques acerbes de son ancien partisan, Michael Gove. Les favoris sont Theresa May, Andrea Leadsom et M. Gove. Parallèlement, Nigel Farage a démissionné en tant que leader de l'UKIP et le Parti travailliste est en crise. Les députés travaillistes tentent de déloger leur président, Jeremy Corbyn, car ils estiment qu'il n'offre pas une opposition efficace au Parlement et qu'il n'a pas suffisamment fait campagne en faveur du maintien dans l'UE. Mais M. Corbyn refuse pour l'instant de démissionner, affirmant qu'il a le soutien de l'électorat de base du parti.

Nous ne savons donc pas qui va diriger les grands partis politiques, ou le gouvernement britannique. Nous ne savons pas quelle approche de négociation sera adoptée face à l'UE, bien que des centaines de scénarios aient été abordés. Un équilibre entre l'accès au marché unique et la libre circulation des personnes devra être trouvé. D'aucuns trouvent que le nouveau gouvernement devrait organiser une élection générale afin de mettre en place un nouveau mandat démocratique pour les tâches compliquées à venir. D'autres estiment qu'un nouveau référendum devra avoir lieu une fois que le règlement potentiel avec l'UE sera plus clair. D'autres encore pensant que « le Brexit, c'est le Brexit » et qu'on ne peut pas faire marche arrière.

Donc en ce qui concerne le Brexit, la seule chose dont on est sûr, c'est que rien n'est sûr. L'UE est confrontée quant à elle à un dilemme : un règlement brutal ne profiterait à personne, tandis qu'une issue généreuse pourrait encourager les mouvements eurosceptiques dans d'autres pays. En France, Marine le Pen appelle haut et fort au référendum. Mais si un positionnement politique sera naturellement constaté de tous côtés, nous pensons que les négociations seront motivées par un pragmatisme sérieux et le souhait de réduire l'impact économique pour le Royaume-Uni et le reste du monde.

Taux d'intérêt

La réaction immédiate défavorable au risque s'est soldée par une baisse des actions, une hausse de l'or et une contraction des rendements obligataires. Cette réaction s'est certes apai-

sée mais il ne fait aucun doute que les marchés restent prudents. Les rendements obligataires et les prévisions de taux d'intérêt ont un impact manifeste sur les actions et, plus spécifiquement, sur celles du secteur financier. Depuis le référendum, les rendements obligataires se sont contractés sur tous les grands marchés et la probabilité d'une autre hausse des taux de la Fed en 2016 a chuté.

Des envolées significatives des rendements semblent peu probables tant que l'incertitude politique restera élevée, mais un certain degré de clarté politique devrait apparaître au Royaume-Uni et aux États-Unis plus tard cette année. Outre-Atlantique, l'évolution macroéconomique globale a été assez encourageante, mais reste à savoir si le Brexit aura des répercussions. L'inflation de base américaine (PCE) grimpeait petit à petit vers l'objectif de 2 % de la Fed, mais le dollar s'est maintenant apprécié, ce qui a généralement pour effet de diminuer les attentes inflationnistes. Parallèlement, les prix des matières premières se sont montrés mitigés depuis le vote, mais dans l'ensemble, ils se sont effondrés en 2015 pour entamer un redressement début 2016. Par conséquent, toutes choses étant égales par ailleurs, l'inflation globale (qui inclut l'alimentation et l'énergie) pourrait commencer à se redresser vers la fin de l'année. Si la Fed tient surtout compte de l'inflation de base, des hausses de l'inflation globale exerceraient typiquement des pressions haussières sur les taux à long terme. Les déboires politiques pèsent donc sur les taux à l'heure actuelle et nous ne devons pas oublier que ces pressions haussières existent.

Implications pour les marchés boursiers

Il est clair que le Brexit a été un choc. Mais remettons-le dans son contexte. Généralement, les actions ont réalisé des performances positives au deuxième trimestre, même après les effets néfastes du référendum. D'avril à juin, nos fonds spécialisés dans les marchés développés mondiaux ont gagné entre 1 % et 2 %, tandis que nos fonds des marchés émergents mondiaux se sont octroyés plus de 5 %.

Nous avons parlé par le passé des liens entre les taux d'intérêt et la performance des actions « value » par rapport aux actions « growth ». Ainsi les premières ont-elles surperformé les secondes sur l'essentiel du deuxième trimestre, perdant toutefois du terrain à mesure que les rendements obligataires chutaient après le vote. En termes vastes, les titres à bêta élevé se sont moins bien comportés que le bêta faible, les valeurs cycliques ont sous-performé les valeurs défensives et les actions bon marché sont restées à la traîne par rapport à leurs consœurs onéreuses. Dans ce contexte, nos fonds des marchés développés mondiaux ont fait un peu moins bien que le MSCI World depuis le référendum, tandis que la performance de nos fonds Global Emerging Markets s'est alignée sur celle du MSCI Emerging Market Index.

Mais nous ne pouvons pas simplifier les choses outre mesure. Il est vrai que pendant les quelques jours suivant le référendum, le marché a renoué avec un grand nombre des caractéristiques d'aversion pour le risque qui ont dominé ces dernières années, comme il est décrit ci-dessus. Cependant, la performance des secteurs s'est montrée mitigée cette année. L'énergie et les matériaux se sont bien comportés – comme nous en discutons plus bas. Parallèlement, la santé, un secteur défensif, a été l'un des plus performants début 2016, notamment parce que la campagne présidentielle américaine a été la scène de débats virulents sur les prix des médicaments. Ces dernières années, nous avons généralement trouvé les actions de la santé onéreuses, mais les performances médiocres du début d'année ont profité à certains titres, désormais plus attrayants. C'est partiellement en raison de ces résultats mitigés que des opportunités émergent dans différents secteurs, y compris les plus défensifs. Pour les fonds adeptes de la sélection de titres, les turbulences du marché sont autant d'occasions de procéder à des investissements capables de doper les performances à long terme. Nous sommes donc en quête d'opportunités.

Ces dernières années, nous avons eu du mal à investir dans les sociétés biotechnologiques. Le secteur présente globalement des évaluations élevées qui, si elles peuvent être justifiées dans une certaine mesure par des facteurs fondamentaux et structurels, nous ont semblé excessives ces dernières années. Elles ont néanmoins quelque peu diminué récemment. De plus, lorsque les évaluations d'un secteur deviennent trop élevées, les sociétés confrontées à des obstacles temporaires ont souvent tendance à être punies trop sévèrement. Nous avons récemment investi dans le laboratoire pharmaceutique Gilead Sciences dont le titre s'est effondré depuis la mi-2015. Dans une certaine mesure, il est victime de son propre succès. Ses traitements innovateurs contre l'hépatite ne se contentent pas de traiter les patients : il les guérit avec efficacité, ce qui est merveilleux pour les malades eux-mêmes, mais réduit parallèlement le marché potentiel. Nous reconnaissons que la croissance des bénéficiaires sera limitée dans les prochaines années, mais ce phénomène a fait plonger les actions à des niveaux très faibles. La société nous semble bien placée pour protéger, voire développer ses activités liées au VIH et aux maladies du foie. Elle génère parallèlement un flux de trésorerie très soutenu sur fond de rendement du flux de trésorerie libre à deux chiffres, et son bilan est solide comme le roc.

Pleins feux sur les sociétés

Nous notons que les évaluations du style « value » semblent attrayantes par rapport à celles du style « growth » d'un point de vue à long terme. Plus spécifiquement, les évaluations des positions de nos fonds intègrent des décotes majeures par

rapport aux valeurs des entreprises à long terme. Nous sommes encouragés par la faiblesse des critères d'évaluation basés sur les bénéfices, mais dans le contexte actuel de course aux rendements, nous remarquons aussi que nos fonds des marchés développés et émergents mondiaux offrent des rendements sur dividendes supérieurs à ceux de leurs indices de référence.

De plus, pendant des périodes comme celles-ci où les événements politiques dominent le marché, il ne faut pas oublier que le fonds investit dans la valeur à long terme des sociétés individuelles. Que se passe-t-il au sein des entreprises ? Comment est leur productivité ? Il ne faut pas oublier que les sociétés ont traversé de nombreuses crises au cours des huit dernières années, ont pris des mesures de renforcement de leurs bilans et des structures de coûts tout en restant concentrées sur le développement de leurs activités. Elles sont certes fortement affectées par les événements politiques actuels, mais nous constatons souvent que, dans de tels contextes, les entreprises sont plus optimistes et plus axées sur le long terme que les marchés financiers, qui tentent de digérer et de quantifier les risques politiques à court terme.

Outre la macroéconomie, les positions de nos fonds sont exposées à plusieurs facteurs tels que la politique, les différences growth/value, les régions, les secteurs, les monnaies et les différences cycliques/défensifs. Le secteur privé est aussi exposé à plusieurs déclencheurs variés susceptibles de créer de la valeur à un niveau plus fondamental, ce qui renforce également la diversité du fonds.

Ces déclencheurs peuvent être sectoriels tels que la reprise des prix de différents produits et matières premières, les nouvelles tendances de marché ou les cycles de remplacement des produits, les nouvelles réglementations et la consolidation sectorielle. Les entreprises peuvent aussi décider de leur propre avenir au moyen de restructurations, de scissions, de désinvestissements, d'une nouvelle direction, de changements de stratégie et de réduction des coûts visant à baisser les seuils de rentabilité. De nouveaux produits ou des améliorations de l'offre de produits peuvent permettre aux bénéfices de se redresser. Certaines d'entre elles affichent des flux de trésorerie accrus, changent leur attitude en matière de déploiement des capitaux excédentaires par le biais de rachats, de rachats d'actions et de dividendes accrus. Si une volatilité règne à court terme, l'adossement à des actifs, les valeurs cachées ou simplement le scénario classique d'évaluations faibles avec un potentiel de retours à la moyenne peuvent apporter un certain confort. Les entreprises font certes face à des défis et obstacles, mais nous devons nous souvenir qu'il s'agit d'un groupe de sociétés différentes disposant d'outils les plus divers.

Citons à titre d'exemple Maersk, dont le CEO du groupe a démissionné pour être remplacé par Søren Skou, le CEO de Maersk Line. Le nouveau CEO est chargé de trouver une stratégie qui améliorera les rendements des actionnaires à l'avenir, alors même que les activités de base de la société, le fret et le pétrole, font face à des obstacles. Ces changements ont alimenté les spéculations relatives à un éclatement potentiel du conglomérat. Le divorce potentiel de Maersk Line, Maersk Oil, Terminals, Drilling, Damco, Svitzer et Supply Services pourrait entraîner la cotation de segments individuels séparément, ou l'expansion de certains et la vente d'autres. Nous suivrons la société de près pour voir quelle forme la nouvelle stratégie prendra et en attendant, il n'est pas impossible que consolidation et discipline donnent lieu à des tarifs plus rationnels sur le marché des containers. Par-dessus tout, il est encourageant de voir que la direction reconnaît le problème et est déterminée à offrir des résultats aux actionnaires.

Philips, une société qui s'est transformée au cours des dix dernières années, est elle aussi un bon exemple. Cet ancien conglomérat industriel avec des activités principales axées sur les matières premières et des segments volatils d'électronique de consommation se transforme en une société de santé et de style de vie consommateurs plus concentrée qui opère sur des marchés finaux de croissance assortis d'une valeur ajoutée supérieure. L'étape finale de ce processus est la scission de son unité Eclairage dans le cadre d'une introduction en bourse en début d'année.

Si Philips occupe des positions de leader du marché mondial dans l'éclairage, cette unité d'affaires est devenue relativement petite par rapport aux autres segments, réalisant environ un cinquième du chiffre d'affaires du groupe en 2015 et affichant parallèlement la rentabilité la plus faible et la volatilité des bénéfices la plus élevée. Cette situation explique aussi pourquoi cette décision stratégique pourra aider à débloquer la décote de conglomérat historiquement liée à Philips. De plus, le reste de Philips sera de plus en plus comparé aux fabricants d'équipement de santé qui affichent généralement des multiples supérieurs en raison de marchés finaux plus attrayants.

Matières premières

Les secteurs de l'énergie et des matériaux se sont montrés solides ces derniers mois car les prix du pétrole et des matières premières se sont redressés. Les moteurs sous-jacents diffèrent quelque peu selon les matières premières, mais globalement, il semble que la plupart d'entre elles commencent à se redresser après de forts replis ces dernières années. Ce phénomène a aussi entraîné de fortes fluctuations positives des cours boursiers, nous rappelant peut-être que tout n'est pas une question d'aversion/de goût pour le risque.

Au cours du deuxième trimestre, le Brent est passé de 41 USD à près de 50 USD. La Energy Information Administration américaine a récemment revu à la hausse ses prévisions quant à la demande de pétrole en raison de la révision à la hausse des attentes relatives à la croissance du PIB sur les marchés émergents. Parallèlement, elle a diminué ses attentes en matière d'offre car elle est désormais convaincue que la production d'Amérique du Nord diminuera plus que prévu et en raison d'interruptions de l'offre à plus court terme dues, notamment, à des troubles sociaux dans des pays comme le Nigeria, la Libye et l'Iraq ainsi qu'aux feux de forêt au Canada. Ces événements sont favorables au prix du pétrole, mais nous reconnaissons qu'une évolution similaire avait eu lieu début 2015, l'équilibre offre/demande s'affaiblissant plus tard dans l'année. En ce qui concerne les marchés boursiers mondiaux, les actions de l'énergie ont affiché les meilleures performances sectorielles jusqu'ici en 2016 ainsi qu'au deuxième trimestre, pendant lequel elles se sont octroyées 13 % exprimés en EUR. Cette hausse était toutefois bien inférieure à l'envol de 22 % des cours pétroliers et tous les titres de l'énergie ne se sont pas bien comportés : il ne s'agissait pas d'une reprise intégrale il y a peut-être encore une attitude attentiste. Il n'en reste que nous pensons toujours être dans un processus de redressement et la saison à venir de publication des bénéfices nous dira si les sociétés voient elles aussi la lumière au bout du tunnel.

Le secteur des matériaux affiche également des signes d'amélioration, les prix de la plupart des métaux industriels augmentant grâce à l'amélioration des fondamentaux des marchés émergents. Plus récemment, le vote en faveur du Brexit a déclenché une reprise des métaux précieux comme l'or, une valeur sûre. Au sein de nos fonds des marchés développés, Rio Tinto, le spécialiste des mines de minerai de fer, et Bekaert, le fabricant de câbles, ont tous deux gagné 11 %, tandis que dans nos fonds des marchés émergents, Buenaventura, le spécialiste des mines d'or et de cuivre, s'est envolé de 67 %.

Des marchés émergents robustes

Nous affirmons depuis un certain temps que les actions des marchés émergents sont bon marché après avoir réalisé des performances atones pendant plusieurs années. Parmi les principaux problèmes rencontrés, citons l'affaiblissement des monnaies, le repli de l'utilisation des capacités, l'instabilité politique et le repli des prix des matières premières. Comme nous l'avons noté auparavant, l'univers est divers et nombre de ces facteurs marchent dans les deux sens : si les prix des matières premières ont nettement pesé sur des pays comme le Brésil et la Russie, ils ont permis aux pays importateurs nets d'énergie de réaliser un dividende. Si la politique a été

défavorable dans de nombreux pays (le Brésil et la Russie viennent ici à l'esprit), elle a été positive ailleurs (programme de réformes en Inde, par exemple).

Globalement, il semble désormais que certains des obstacles commencent à s'atténuer. Nous notons que la croissance du PIB des marchés émergents a diminué par rapport à celle des marchés développés depuis plusieurs années, mais cet écart pourrait se stabiliser à l'avenir. Parallèlement, les monnaies des marchés émergents avaient souffert à mesure que l'inflation progressait par rapport aux marchés développés, mais cet écart pourrait commencer à s'atténuer. De plus, nombre des pays perçus comme vulnérables face à la vigueur du dollar américain ont déjà souffert en 2015, les acteurs du marché ayant cru aux rumeurs de hausses des taux de la Fed. À l'avenir, les monnaies émergentes pourraient se montrer plus résistantes face au dollar, ce qui pourrait profiter aux marges bénéficiaires. Nous notons que de janvier à juin 2016, les marchés émergents mondiaux ont gagné quelque 4,5 % au niveau de l'indice, nos fonds progressant de presque 7 %.

Conclusion

Le choc et l'incertitude qui ont caractérisé l'atmosphère générale ces dernières semaines sont indéniables. Nous pensons que le flou politique durera un certain moment mais comme il est noté ci-dessus, certains processus politiques sont en cours – élections, luttes de pouvoir, négociations – qui progressent et contribueront à terme à améliorer la visibilité. En attendant, nous ne devons pas oublier que les marchés se sont comportés de manière raisonnablement ordonnée. Les performances boursières ont été positives au deuxième trimestre et depuis le Brexit, les actions mondiales suivent une évolution globalement plate. On observe une certaine volatilité et, comme toujours, nous chercherons les opportunités qu'elle génère. S'agissant de notre portefeuille, nous sommes encouragés par les évaluations, l'évolution des fondamentaux des entreprises et la diversité des moteurs d'amélioration de la valeur à long terme.

Echéance de l'éditorial 6 juillet 2016

Sparinvest a signé les principes UN PRI et est membre d'Eurosif et de Dansif.
Les principes UN PRI sont une initiative des investisseurs internationaux parrainée par l'ONU et fondée sur six principes pour des investissements responsables. Le but est d'aider les investisseurs à activement intégrer les questions de gouvernance, environnementales et sociales à leurs investissements.

Signatory of:



Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois. Pour obtenir des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus, au Document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) et aux derniers rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement dans les différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs désignés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Les investissements peuvent uniquement être réalisés sur la base de ces documents. La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas l'intégralité du montant investi. Les investissements peuvent être exposés à des risques de change. L'investisseur encourt un risque supérieur en cas d'investissement sur les marchés émergents. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise de référence du fonds, sans tenir compte de la commission de souscription. Pour les investisseurs basés en Suisse, le représentant et l'agent payeur du fonds est *Société Générale, Paris, Succursale de Zurich, Talacker 50, Case postale 1928, CH-8021 Zurich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.*