



Titres

- Le potentiel lié à la reprise
- Japon : amélioration de l'efficacité des capitaux
- Inefficience = potentiel
- Potentiel haussier considérable à exploiter
- Vents arrière durables et potentiel cyclique

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

Des informations détaillées sont disponibles à l'adresse sparinvest.eu.

- sparinvest.eu

Actions « Value »

Cher investisseur,

Les Etats-Unis et le Japon se sont bien comportés pendant le trimestre, aussi bien en tant que marchés qu'au sein de nos fonds. En ce qui concerne le Sparinvest Global Value, nos positions japonaises et américaines ont gagné 9,9 % et 7,8 % respectivement, deux résultats supérieurs aux performances de l'indice. Parallèlement, l'Europe a mené la danse en début de trimestre, avant de perdre du terrain face à d'autres régions à partir de la mi-mai. Suite à la publication d'une inflation et d'un PIB décevants dans la zone euro, la Banque centrale européenne a tout d'abord laissé entendre, puis effectivement pris des mesures de baisse des taux et d'augmentation du nombre de prêts à long terme pour les banques.

Nous avons affirmé précédemment que nombre d'investisseurs boursiers s'étaient précipités ces derniers temps vers les segments du marché considérés comme sûrs face aux craintes quant à la croissance économique. Au fil du temps, ce phénomène s'est soldé par un écart d'évaluation très prononcé entre les titres bon marché et onéreux, cycliques et défensifs, à bêta élevé et à bêta faible, « Value » et « Growth ». Nous avons aussi noté que la performance des actions « Value »

était liée aux taux d'intérêt : lorsque les taux augmentent, elles affichent des surperformances et vice versa.

Ces constats nous semblent avoir été largement prouvés au deuxième trimestre, surtout à mesure que les prévisions d'intervention de la BCE se répandaient. Les obligations se sont redressées et les actions ont traîné la patte. Les actions « Value » ont sous-performé à mesure que les rendements obligataires baissaient. De même, les

titres cycliques ont fait moins bien que les segments défensifs et les petites capitalisations sont restées à la traîne par rapport à leurs grandes sœurs, comme en a attesté la performance de nos fonds. Après un premier trimestre solide, le Sparinvest European Value s'est octroyé 1,76 % au deuxième trimestre, contre une avancée de 4,17 % pour l'indice MSCI Europe. De même, la performance de 4,7 % affichée par le Global Value au deuxième trimestre a été inférieure de 1,6 % à celle de l'indice MSCI World, cette lacune s'expliquant par l'exposition relativement élevée du fonds à l'Europe.

Le potentiel lié à la reprise

A quoi faut-il s'attendre à l'avenir ? Premièrement, nous pensons que la reprise économique prend de l'élan, aussi bien dans le monde qu'en Europe malgré les chiffres décevants récemment publiés. La consommation privée et le secteur de la construction affichent tous deux leur croissance annuelle la plus soutenue depuis 2007. Le taux de chômage suit enfin une trajectoire baissière régulière et les chiffres du PMI (indice des directeurs d'achats) sont encourageants dans l'ensemble.

A mesure que la reprise prend de l'élan, l'effet de levier opérationnel pourrait générer une impressionnante croissance des bénéfiques des sociétés cycliques. Certains observateurs ont remarqué qu'en dépit de signes de confiance encourageants, les attentes quant aux bénéfiques des entreprises n'ont pas encore augmenté en conséquence en Europe. Mais ce sont les détails qui comptent. Depuis le début de l'année, les estimations des bénéfiques à 12 mois ont été revues à la baisse pour les sociétés défensives, alors que celles des secteurs cycliques ont été augmentées. Il est ironique de constater qu'au dernier trimestre, les craintes économiques ont entraîné une surperformance des secteurs défensifs par rapport aux secteurs cycliques, alors même que les prévisions bénéficiaires des premiers diminuaient. Ce phénomène a donc eu pour seul effet de creuser l'écart d'évaluation, rendant les titres cycliques apparemment encore plus intéressants : à ce stade, nous sommes satisfaits de notre exposition relativement élevée aux segments cycliques.

Deuxièmement, nous pensons que le contexte des taux d'intérêt sera favorable. Dans l'ensemble, les rendements obligataires semblent proches de leurs planchers ; les rendements des Bunds allemands sont tombés à leur plus bas de 2012, période à laquelle le contexte économique était bien plus incertain qu'aujourd'hui. Nous reconnaissons que la politique monétaire - qu'on la qualifie de « nouvelle politique normale » ou de « nouvelle politique neutre » - restera probablement très accommodante d'un point de vue historique, avec des taux d'intérêt moyens quelque peu inférieurs à ceux du cycle précédent au cours des cinq à dix prochaines années. Mais il semble raisonnable de miser sur une hausse progressive des taux. Il pourrait s'agir là d'un contexte robuste pour les investisseurs « Value ». D'un côté, une hausse des taux d'intérêt pourrait contribuer à combler l'écart d'évaluation entre titres « Value » et « Growth » (voir notre dernière lettre trimestrielle pour plus de détails sur le sujet). Et de l'autre, si les tours de vis sont limités et si la politique monétaire reste globalement accommodante, l'environnement sera propice à une expansion économique solide qui permettra à l'effet de levier opérationnel de dicter la croissance des bénéfiques.

Parallèlement, la crise a incité les directions d'entreprises à adopter un état d'esprit en vertu duquel les « liquidités sont reines ». Si ce comportement était raisonnable à l'époque, une allocation plus flexible des capitaux est justifiée à mesure que la confiance augmente : ainsi l'heure est-elle venue d'utiliser les liquidités et la dette relativement peu chère pour investir dans la croissance via des dépenses d'investissement ou fusions-acquisitions, ou d'ajuster les structures capitalistiques existantes via des rachats d'actions.

Naturellement, la méthode à choisir varie fortement d'une société à l'autre. Si nous devons généraliser, nous dirions que les sociétés américaines ont tendance à affecter leurs capitaux le plus efficacement possible dans le but de doper la valeur pour les actionnaires. Quant aux sociétés européennes, et surtout japonaises, elles abordent leurs bilans de manière plus conservatrice et peuvent donc être accusées par certains d'inefficacité. Mais bien entendu, les choses peuvent changer, comme nous en discutons ci-après.

Japon : amélioration de l'efficacité des capitaux

Les marchés japonais ont connu plusieurs mois médiocres début 2014, sous-performant les Etats-Unis et l'Europe. Mais nous n'avons pas trop craint d'observer des signes de prises de bénéfices. Après tout, de novembre 2012 à décembre 2013, les actions nipponnes avaient gagné 80 % alors que le monde prenait conscience de l'Abenomie et de l'affaiblissement du yen. Pendant cette période, les investisseurs étrangers ont alloué l'énorme montant de 17 000 milliards de JPY (soit 130 milliards d'EUR) aux actions japonaises. Il était inévitable que la vague initiale d'enthousiasme s'atténue et laisse la place à une concentration sobre sur l'ampleur, le rythme et l'efficacité des réformes effectivement introduites par M. Abe. Nous notons que depuis mai, les actions japonaises ont pris de l'élan et surperformé les Etats-Unis et l'Europe.

Il est intéressant de prendre note des comportements à l'égard de l'allocation des capitaux. Nous nous pencherons sur le sujet, du fait de ses profondes implications, et parlerons peut-être de la nature de l'investissement « Value ».

Traditionnellement, les bilans d'un grand nombre de sociétés japonaises étaient tout simplement trop robustes : elles conservaient des liquidités ou des titres en abondance. Ainsi leurs capitaux étaient-ils peu efficaces (tels que mesurés à l'aune du rendement des fonds propres, par exemple), surtout lorsqu'elles détenaient aussi des actifs ou activités très différents de leur métier de base qui ne généraient pas des bénéfices importants. (Parmi les exemples les plus fous, citons Honda Motor, qui a perdu quelque 180 millions d'USD en raison d'irrégularités au niveau de sa division de négoce des fruits de mer.)

Inefficience = potentiel

Cette faible efficacité des capitaux est souvent utilisée pour expliquer le caractère bon marché du Japon. Mais là où certains parlent d'inefficacité, l'investisseur « Value » voit du potentiel. Au fil des années, un grand nombre d'investisseurs - nous y compris - ont encouragé les directions des entreprises nipponnes à doper leur valeur d'entreprise à long terme en exploitant plus efficacement leur vigueur financière : p. ex. en

investissant pour développer leur activité ou en restituant des capitaux aux actionnaires au moyen de dividendes ou de rachats d'actions.

Les choses ont changé au fil des ans. En 2008, les sociétés du Nikkei 225 distribuaient quelque 5 % de leur capitalisation boursière, par le biais soit de dividendes soit de rachats d'actions. Puis la crise financière a poussé ces mêmes directions à adopter des attitudes plus conservatrices en matière d'allocation des capitaux - mais les choses progressent à nouveau aujourd'hui.

Au cours des deux à trois dernières années, nous avons trouvé les directions des sociétés dans lesquelles nous investissons - et surtout des petites capitalisations - de plus en plus ouvertes aux discussions sur l'efficacité des capitaux. Nous aimerions dire que c'est entièrement grâce à nous et nous pensons réellement avoir joué un rôle en la matière. Mais ce qui est plus important, c'est que les pressions internes au Japon en faveur de rendements des capitaux accrus vont croissantes. Une étape importante a été franchie en 2008 lorsque de grands fonds de pension japonais ont annoncé qu'ils commenceraient à voter contre les directions des sociétés dont le rendement des fonds propres persisterait en dessous de 8 %. Mais dans le cadre de l'Abenomie, la pression monte réellement, ne serait-ce que parce que les entreprises qui conservent toutes leurs liquidités gaspillent de plus en plus dans un contexte de passage de la déflation à l'inflation. Mais les réformes publiques sont tout aussi importantes.

En juin 2013, le gouvernement a publié sa *Stratégie de revitalisation du Japon*. Une promesse de « réfléchir à des moyens de gérer les fonds publics et quasi-publics de manière acceptable » était enterrée à la page 72. Cette déclaration peu engageante change aujourd'hui la donne. Le « Government Pension Investment Fund » (GPIF) du Japon est le plus important au monde et contrôle quelque 130 000 milliards de JPY (soit 1 000 milliards d'EUR) d'actifs. De plus, les autres fonds de pension ont tendance à lui emboîter le pas. Quelle que soit la direction prise par le GPIF, ses actions ne sont pas sans conséquence. Or le Fonds doit changer pour doper ses performances. Le gouvernement a désormais une deuxième motivation : changer le Japon des entreprises.

- Premièrement, il est probable que le Fonds alloue davantage de ses abondants actifs à des

segments du marché plus risqués - y compris aux actions japonaises et actifs étrangers. Un tel changement aura des implications majeures, surtout si d'autres fonds le suivent : il sera positif pour les actions du pays et négatif pour le yen (ce qui, en soi, est généralement bon pour les actions japonaises).

- Deuxièmement, il recourra de plus en plus à une gestion de fonds active, ce qui importe aux sociétés cotées car plus le GPIF devient sélectif, moins elles peuvent se reposer sur leurs lauriers et compter sur lui pour être un actionnaire stable qui les soutiendra.
- Troisièmement, le Japon a un nouvel indice boursier. Lancé cette année, l'indice JPX-Nikkei 400 fait notamment appel au rendement des fonds propres en tant que critère d'inclusion : même les leaders peuvent en être exclus si le rendement de leurs fonds propres n'est pas à la hauteur. Le gouvernement impose au GPIF d'utiliser cet indice en tant que nouvelle référence, forçant ainsi les directions d'entreprises japonaises à prendre davantage conscience de l'efficacité de leurs capitaux.

L'administration Abe a aussi rédigé une série de principes applicables aux investisseurs institutionnels : un « Code d'intendance » basé sur l'idée centrale selon laquelle les investisseurs ont le devoir d'améliorer les performances d'investissement à moyen et long termes pour leurs clients, ce qui implique d'entretenir la valeur à long terme des sociétés dans lesquelles ils investissent. Cette mesure envoie deux messages importants. Elle demande aux directions des entreprises cotées d'être ouvertes à un dialogue constructif avec les actionnaires sur des sujets tels que la gouvernance d'entreprise et l'allocation des capitaux. Et elle indique aux investisseurs institutionnels japonais que le moment est venu d'être plus actifs et de s'impliquer davantage auprès de leurs positions. Le code est facultatif mais reçoit un vaste soutien aussi bien au Japon qu'à l'étranger. Nous le considérons comme un facteur positif à long terme pour la gouvernance d'entreprise au Japon et avons l'intention de l'adopter.

Potentiel haussier considérable à exploiter

Une fois tous ces facteurs conjugués, les pressions en faveur d'un changement sont énormes. Prenons Amada, que nous avons détenu pendant plusieurs années. En tant que fabricant de machines, il est sensible aux cycles mondiaux des dépenses d'investissement et réalise près de la moitié de son chiffre d'affaires à l'étranger. Donc quand la crise économique mondiale s'est accompagnée d'un yen vigoureux, ses bénéfices ont été fortement affectés. La direction a refusé de supposer que le yen lui redeviendrait tout simplement favorable un jour et s'est plutôt efforcée de réduire le seuil de rentabilité de l'entreprise. Ce comportement nous a impressionnés. Lorsque la reprise initiale liée à l'Abenomie est intervenue, l'effet de levier opérationnel d'Amada, combiné à son exposition à l'étranger, s'est traduit par d'excellentes performances : entre octobre 2012 et décembre 2013, la société s'est envolée de 175 % en JPY, soit 91 % en EUR.

Mais traditionnellement, Amada présentait une allocation de capitaux très conservatrice : des positions importantes en liquidités et en titres qui généraient peu de valeur. Ces deux dernières années, nous avons acquis la prudente certitude que la direction reconnaissait le potentiel de changement suite à nos discussions avec la société. Si Amada était auparavant dominé par la famille qui l'avait fondé, un petit nombre de membres de cette famille restent aujourd'hui actifs au sein de la société et les commentaires selon lesquels ce changement était « libérateur » nous intriguaient.

Le changement est effectivement intervenu, avec un catalyseur supplémentaire de taille. Lorsque le nouvel indice JPX-Nikkei 400 a été annoncé, Amada n'y était pas inclus. La faiblesse du rendement de ses fonds propres était le clair problème. En mai, la direction a réagi en annonçant qu'elle dépenserait au moins 50 % de ses bénéfices sous forme de dividendes et les 50 % restants sous forme de rachats d'actions pendant deux ans au moins. Cette nouvelle a beaucoup attiré l'attention du marché : non seulement la société allait distribuer l'intégralité de ses bénéfices aux actionnaires, mais elle procédait à ce changement dans le but spécifique de doper le rendement de ses fonds propres. Depuis, le titre a encore gagné 40 %.

Amada est un excellent exemple de l'effet potentiel des changements d'attitudes au niveau des directions - l'objectif précis du gouvernement japonais. Pour les investisseurs « Value », ce phénomène est des plus encourageants. L'objectif n'est pas que toutes les sociétés versent autant de capitaux que possible aux actionnaires, mais plutôt que les directions allouent les capitaux de manière optimale afin de générer des performances à long terme pour les actionnaires. Nous continuerons de pousser nos positions dans cette voie.

Dans l'ensemble de nos portefeuilles, 28 positions ont fait part de rachats d'actions depuis début 2014, certains étant parfois de taille significative. Au Japon, Tenma, une petite capitalisation spécialisée dans les produits chimiques, rachète 7 % de ses actions, et Cleanup Corp, un fabricant de cuisines et salles de bain, 11 %. Il s'agit là de chiffres très élevés par rapport aux niveaux globaux au Japon. Aux Etats-Unis, où les sociétés en général se sont montrées plus disposées à restituer leurs liquidités excédentaires aux actionnaires, Microsoft a attiré l'attention en septembre en annonçant un programme de rachat d'actions de 40 milliards d'USD ainsi qu'une hausse des dividendes. 40 milliards d'USD, c'est beaucoup, mais d'un point de vue relatif, nous détenons des sociétés qui ont mieux fait. Travelers, un assureur qui a annoncé un nouveau plan de rachat d'actions de 5 milliards d'USD en octobre, a racheté quelque 40 % de ses actions en circulation depuis notre premier investissement il y a cinq ans. Et en Europe, où les dividendes sont souvent préférés aux rachats d'actions, Nokia a récemment annoncé qu'il dépenserait jusqu'à 1,25 milliard d'EUR pour racheter environ 10 % de ses actions. Il s'agit d'une étape majeure pour une société dont on pensait il y a un an seulement qu'elle allait être à court de liquidités. Comme nous l'avons déjà dit, l'investissement « Value » est une question de patience !

Vents arrière réguliers et potentiel cyclique

Ces derniers temps, les médias n'ont eu de cesse de vanter la vigueur des marchés boursiers : la plupart d'entre eux soulignent que le S&P 500 est à un sommet et risque donc de se replier. La presse simplifie inévitablement les choses et a tendance à oublier que ce niveau record s'accompagne aussi de marges et de bénéfices

record. Une comparaison des évaluations actuelles et des bénéfices sur l'ensemble d'un cycle met au jour des marchés relativement onéreux, les évaluations étant néanmoins plus raisonnables en comparaison avec les bénéfices record actuels. Autrement dit, si les marges et les bénéfices peuvent rester élevés, pour quelque raison que ce soit, les actions demeureront raisonnablement évaluées. Même si un marché boursier est à un niveau record, il n'est pas nécessairement onéreux : son évaluation peut parfaitement être justifiée par la création de valeur sous-jacente, l'expansion des bénéfices ou le potentiel de bénéfices des sociétés.

Pendant des années, les sociétés américaines ont profité d'innovations technologiques, d'une croissance de la demande structurelle venant des marchés émergents et de coûts de l'emprunt faibles, autant de facteurs souvent considérés comme des moteurs durables d'une hausse des marges. Plus récemment, nous pourrions ajouter des marchés de l'emploi atones, un repli des coûts de l'énergie et une reprise de la consommation privée après la crise à la liste des facteurs favorables. Un investisseur baissier affirmera que les bénéfices des entreprises américaines sont trop élevés pour être durables et retourneront probablement à la moyenne, tandis qu'un investisseur plus haussier ne misera pas sur une compression des marges à l'avenir et considèrera les bénéfices actuels comme durables.

Dans les deux cas, il est important de rester sélectif et nos sociétés préférées bénéficient à la fois de vents arrière durables et d'un potentiel cyclique. En ce qui concerne nos portefeuilles, plus de 90 % de nos positions affichent des bénéfices inférieurs à leurs niveaux record. Cette mesure est certes brute, mais elle met au jour des actifs sous-exploités et un potentiel de nouvelle amélioration ou reprise des bénéfices. Nous identifions un potentiel soutenu de création de valeur par le biais soit de sociétés exploitant pleinement la puissance de leurs bilans, soit de fusions-acquisitions entraînant des consolidations sectorielles, soit de restructuration d'entreprises visant à débloquent de la valeur, autant de phénomènes dont nous avons récemment parlé.

La répartition des évaluations est le facteur le plus important à nos yeux : nous avons récemment parlé de l'écart d'évaluation entre titres bon marché et chers. C'est précisément dans cet écart que les investisseurs « Value » trouvent des

opportunités. Nos portefeuilles restent attrayants et présentent toujours des décotes significatives par rapport au reste du marché. Naturellement, dans un contexte d'évaluations telles, les investisseurs boursiers possèdent un coussin face au risque géopolitique ou aux surprises macroéconomiques moins fourni qu'il y a deux ou trois ans, mais il ne s'agit là que d'une conséquence naturelle de l'amélioration du contexte. Et, comme toujours, il convient d'étudier les autres investissements disponibles pour lesquels un coussin plus mince est susceptible d'exister. Pour un investisseur axé sur le long terme, les placements en actions, et en actions « Value » en particulier, reste intéressant.

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

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
9 juillet 2014

‘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 Unis 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.