



Lettre trimestrielle – Actions Value

T3 2015

Cher Investisseur,

La chute des marchés mondiaux à la fin de la période considérée a fait du troisième trimestre leur plus mauvais depuis quatre ans. Sur les trois mois à fin septembre, nos fonds Value mondiaux ont cédé 11 %, s'inscrivant ainsi 2,5 % en dessous de l'indice de référence, le MSCI World – qu'ils continuent toutefois de devancer sur l'année en cours.

Sur la plus grande partie de l'été, les actions des marchés développés ont semblé relativement insensibles à la rapide dépréciation des matières premières, au repli des actions des marchés émergents et au ralentissement de la croissance chinoise. Vers la mi-août, un nouveau plan de sauvetage a été convenu pour la Grèce et nombre d'acteurs du marché se sont montrés soulagés que le Grexit ait été évité. Une semaine plus tard, la situation s'est dégradée lorsque la chute des marchés boursiers chinois s'est répandue au reste du monde. Le 24 août, désormais qualifié de « lundi noir », les bourses se sont ainsi effondrées de l'Europe aux États-Unis. Au New York Stock Exchange, les fameux « disjoncteurs » qui visent à ralentir toute vague de vente ou d'achat massive, ont été mis à contribution plus de 1 200 fois ce jour-là. Les marchés se sont quelque peu calmés après que la Chine eut pris des mesures, sa banque centrale ayant baissé les taux d'intérêt.

Une correction ou une nouvelle crise ?

Les chutes soudaines des marchés boursiers sont souvent justifiées, par exemple lorsque les évaluations sont excessives juste avant un krach ou lorsque des réalités économiques menacent à l'horizon. Mais les marchés peuvent aussi réagir de manière excessive aux événements à court terme. Toutes les chutes soudaines ne se traduisent pas par des crises et ne sont pas indicatrices de nouveaux replis à venir. La question qui s'impose au vu des

événements récents est la suivante : avons-nous été témoins d'une correction du marché au cours de laquelle les évaluations ont changé pour refléter les risques actuels, ou s'agit-il d'un scénario de crise et du début d'une chute plus prononcée pour les actions.

Le dernier repli majeur du marché est intervenu en 2011, lorsque la note de crédit des États-Unis a été revue à la baisse par Standard & Poor's alors que les craintes d'éclatement de la zone euro faisaient rage. Cette fois-ci, différents scénarios suscitent la peur, comme l'a expliqué Christine Lagarde, la responsable du Fonds Monétaire International fin septembre : « Il existe de bonnes raisons d'être préoccupé par l'économie mondiale, qui est actuellement confrontée à plusieurs problèmes, y compris une crise des réfugiés en Europe et deux transitions économiques majeures qui sont suivies de près : la transition de la Chine vers un nouveau modèle de croissance et la normalisation de la politique monétaire américaine. »

Le ralentissement chinois alimente l'inquiétude mondiale

La croissance chinoise fait l'objet d'un ralentissement structurel depuis un certain temps. Celui-ci doit néanmoins être remis dans son contexte. Du point de vue le plus simpliste, la Chine possède une vaste économie qui a connu une rapide expansion depuis de longues années. Le volume de l'économie – la base – est tout simplement plus important et l'on peut s'attendre à un ralentissement de la croissance au fil des ans. Parallèlement, la Chine tente actuellement de transformer son économie : d'un modèle reposant fortement sur son statut d'« usine du monde » dicté par les exportations et des investissements en infrastructures nécessitant un volume énorme de matières premières, elle veut passer à un modèle plus mature et plus durable qui

reposerait davantage sur la consommation privée. D'un point de vue à long terme, nous considérons cette transition comme un changement positif qui pourrait justifier à terme des multiples d'évaluation supérieurs pour le marché chinois.

Mais naturellement, la phase de transition ne sera pas un long fleuve tranquille. Début 2015, nous avons vu les marchés boursiers chinois – et surtout les actions A cotées en Chine continentale – s'envoler à des niveaux extrêmes. Si cette évolution était surtout le fait d'investisseurs individuels exubérants, le gouvernement a semblé jouer un rôle d'observateur consentant, les évaluations supérieures s'accompagnant probablement d'un potentiel de refinancement des sociétés détenues par l'État à des niveaux attrayants. Cet envol a été jugé par beaucoup – nous inclus – comme excessif et nous avons diminué l'exposition de nos fonds Emerging Market à la Chine. Comme nous le savons maintenant, l'envolée boursière a rapidement connu un revirement.

Plus récemment, les données économiques venant de Chine n'ont pas été encourageantes. L'exactitude de certaines statistiques macroéconomiques chinoises soulève toujours des questions, mais qu'on regarde les chiffres officiels ou les composantes sous-jacentes, qui sont considérées comme plus fiables, aucune de ces données n'est optimiste pour l'instant. Il en va de même pour de nombreux marchés émergents et les flux d'investissement dont ils ont bénéficié au cours de la dernière décennie se sont estompés. L'incertitude quant à la hausse des taux de la Fed et à son impact sur les monnaies émergentes représente elle aussi un facteur important. Pour la Chine en particulier, la simple taille de son économie et ses liens commerciaux se traduiront par d'inévitables retombées. Tout comme les replis de la demande des consommateurs des marchés développés affecte la production chinoise, tout ralentissement de la production, des investissements en infrastructures et de la construction en Chine a des effets majeurs sur la plupart des matières premières à l'échelle mondiale.

Nous savons que la Chine dispose des outils nécessaires pour intervenir et que ses dirigeants n'hésiteront pas à les utiliser. Le défi consiste naturellement à trouver le bon équilibre entre le soutien de l'économie sous sa forme actuelle au moyen de mesures classiques et la poursuite de la transition vers le nouveau modèle désiré. La situation n'est pas complètement morose. Le marché immobilier chinois a beaucoup inquiété, mais nous remarquons que le léger repli récent des prix a entraîné une hausse significative des volumes vendus. On peut en déduire que la demande sous-jacente est raisonnablement solide. À court terme, toute

stimulation susceptible d'être introduite pourrait contribuer à une stabilisation des données économiques et serait probablement bien accueillie par les marchés boursiers mondiaux. Les actions chinoises elles-mêmes devraient rester volatiles, mais nous notons que les évaluations semblent anticiper une négativité très prononcée.

N'oublions pas par ailleurs le potentiel de changement rapide susceptible d'être mis en œuvre par la politique. Parmi les marchés émergents, le Brésil et la Russie se distinguent : ils ont tous deux gravement souffert l'année passée pour des raisons surtout politiques (élections au Brésil, politique étrangère en Russie). Mais des changements positifs sont aussi intervenus. Parmi les marchés développés, nous avons parlé à maintes reprises de l'impact de l'Abénomie au Japon, alors qu'en Inde, le Premier Ministre Modi a montré que les réformes pouvaient être très bénéfiques.

Hausse des taux américains

La Fed a laissé ses taux inchangés lors de sa réunion de septembre, ajournant ses projets de normalisation au vu de la détérioration des conditions économiques mondiales et de la publication de données ambiguës aux États-Unis. Cependant, le consensus demeure convaincu que la politique monétaire américaine sera durcie à la fin de l'année, ou au début de l'année prochaine.

Nous avons parlé par le passé de la faiblesse des coûts nominaux de l'emprunt et du recours à un taux d'escompte anormalement bas pour calculer les évaluations des actions dans un contexte de taux d'intérêt faibles. Cet environnement a favorisé la quête de rendements et soutenu la prise de risques financiers tout en dopant les évaluations de certaines actions Growth et défensives en particulier. L'impact potentiel sur différentes monnaies des marchés émergents est lui aussi source d'inquiétude. Dans ce domaine, nous trouvons toutefois que les pays qui étaient considérés comme les plus vulnérables il y a quelques années bénéficient de positions relativement solides aujourd'hui. Pour la Fed, le défi consiste donc à commencer à normaliser les taux d'intérêt lentement sans déstabiliser les marchés financiers, qui gardent naturellement les yeux rivés sur elle.

Cela dit, n'oublions pas qu'il s'agit d'un passage d'une politique « extrêmement accommodante » à une politique « accommodante ». Il ne faut pas oublier que la première hausse des taux de la Fed depuis neuf ans est un événement positif qui découle de l'amélioration des conditions économiques. Pour les investisseurs Value,

l'amélioration des conditions macroéconomiques conjuguée à de légères hausses du taux d'escompte crée un contexte qui pourrait être favorable aux performances des actions Value.

Si tous les yeux sont tournés vers les États-Unis, il convient de noter que des politiques monétaires accommodantes existent aussi ailleurs et soutiennent la reprise européenne ainsi que la croissance japonaise. Notons que l'appétit mondial pour le risque semble très limité à l'aube du dernier trimestre, mais les indices du sentiment suggèrent aux investisseurs à contre-courant que l'heure est venue de commencer à acheter. En effet, historiquement, les contextes de marché caractérisés par la panique ont souvent été de bons moments pour investir.

Catastrophe ou opportunité ?

Notre philosophie Value à contre-courant nous force à filtrer et à analyser les opportunités d'investissement dans les secteurs où le sentiment est déprimé, tout en sachant bien que le sentiment peut rester morose, et même se dégrader, avant de s'améliorer. Les meilleures affaires sont souvent faites lorsque les investisseurs réagissent de manière excessive aux mauvaises nouvelles, d'autant plus que les scénarios catastrophe se concrétisent bien moins fréquemment que prévu. De même, nous sommes généralement sceptiques à l'égard des chouchous des marchés boursiers qui ne peuvent apparemment rien faire de mal.

Au sein de nos portefeuilles, l'Allemand Koenig & Bauer a été à l'origine d'une solide contribution au trimestre dernier, ce qui prouve peut-être qu'il ne faut pas utiliser les scénarios catastrophe à tout-va.

La société est un fabricant de presses à imprimer contrôlé par une famille qui bénéficie d'une position dominante sur le marché mondial et d'un bilan robuste. Il s'agit là d'un exemple typique du pouvoir d'ingénierie de l'Allemagne. Mais son statut de société solide au long historique n'en fait pas nécessairement le scénario d'investissement parfait, surtout dans un secteur qui connaît des difficultés structurelles. Au cours de la dernière décennie, les ventes de machines à imprimer les livres et les journaux ont chuté et les surcapacités sectorielles ont déclenché une guerre des prix. Le troisième acteur du segment a fait faillite et son plus grand concurrent a presque connu le même sort. Au fil de ces événements, entre 2010 et 2012, nombre de personnes prédisaient la mort du journal au format papier et, par conséquent, des presses à imprimer. Koenig & Bauer a vu

ses bénéfices plonger du nez et un besoin de restructuration énorme s'est dès lors ressenti. Son cours boursier est tombé de 30 EUR en 2007 à 6 EUR à son plus bas.

Mais la société bénéficiait d'un quasi-monopole dans le domaine des machines d'imprimerie de billets de banque, avec une rentabilité extrêmement élevée et un bilan solide comme le roc. Ce sont ces atouts qui lui ont permis de réussir sa restructuration à l'issue de laquelle ses anciennes activités sont passées de deux tiers du chiffre d'affaires à 15 %. Parallèlement, la société a identifié de nouveaux moteurs de croissance : les machines d'imprimerie sur matériaux d'emballage tels que le verre, l'aluminium, le plastique et les boîtes de conserve. Le cours boursier s'est nettement redressé en 2015, renouant avec les niveaux constatés pour la dernière fois avant son repli.

Les conditions difficiles s'accompagnent souvent d'opportunités d'investissement. Il convient de faire appel à une analyse réfléchie pour tenir compte des risques et si l'issue de toutes les situations n'est pas toujours claire, une telle approche peut profiter à l'investisseur patient capable d'exploiter le facteur temps au lieu de le considérer comme un ennemi. Depuis le précédent pic boursier à la mi-2007, Koenig & Bauer a ainsi surperformé la plupart des indices européens. Cette année, le titre allemand est en hausse de 165 %, dont 30 % ont été réalisés pendant un troisième trimestre pourtant difficile.

Dieseltgate

Récemment, Volkswagen a traversé une période difficile. Ce géant automobile semble avoir utilisé un logiciel de « dispositif de manipulation » pour permettre aux voitures de tromper les tests d'émission alors que, dans des conditions normales, elles peuvent produire jusqu'à 40 fois plus d'oxyde d'azote que permis. Les actions VW se sont effondrées et nombre d'autres constructeurs automobiles ont eux aussi souffert. Nous ne sommes pas exposés à VW et conserverons probablement cette position dans un avenir proche au vu des difficultés que nous avons à établir un scénario catastrophe.

Les voitures produisent plus d'oxyde d'azote et la différence entre l'économie d'essence ainsi que les niveaux d'émission obtenus dans la pratique et lors des tests semble poser problème à l'ensemble du secteur. La fraude délibérée revêt incontestablement une toute nouvelle ampleur et il est difficile de savoir à ce stade dans quelle mesure Volkswagen souffrira à l'avenir. Son chiffre d'affaires et ses bénéfices seront affectés, surtout si les clients choisissent de se

détourner de la marque au profit de ses concurrents. Son bilan sera alourdi par des amendes et les coûts des modifications, lesquels pourraient se traduire par une hausse des coûts de l'emprunt qui pèserait à son tour sur les bénéfices. Les plans d'investissement sont d'ores et déjà revus à la baisse, ce qui pourrait affecter les ventes à terme. On peut aussi concevoir que cette situation ait un impact sur une reprise européenne fragile étant donné que la production automobile est une composante majeure de l'économie allemande, mais ce risque ne doit pas être exagéré selon nous. À un niveau plus simpliste, les problèmes d'un constructeur automobile peuvent profiter à un autre.

Naturellement, lorsque de tels scandales éclatent, les questions suivantes se posent en matière d'investissement : « Aurions-nous pu prévoir cet événement ? » ou : « Aurions-nous pu faire quoi que ce soit pour réduire le risque ? » Nous prenons ces questions très au sérieux. Ces dernières années, la tendance grandissante à l'investissement responsable a attiré l'attention sur « les considérations ESG en matière d'investissement ». L'acronyme ESG se réfère aux questions environnementales, sociales et de gouvernance. Pour certains, il s'agit d'un concept sympa. Pour nous, il s'agit d'une composante essentielle de la gestion du risque d'investissement. Le scandale qui a touché VW, par exemple, est directement lié à des questions environnementales (contrôle des émissions), sociales (tromperie des clients) et de gouvernance (comment la direction a-t-elle laissé un tel événement arriver ?). Il s'agit d'un exemple clair de l'impact financier massif que ces problèmes peuvent avoir.

Lorsque nous investissons, nous essayons d'identifier clairement les risques principaux auxquels les sociétés font face dans ces domaines ainsi que de déterminer si la direction comprend ces risques et prend des mesures pour les gérer. Nous n'aurions pas pu prédire le scandale VW, mais nous sommes parvenus dans d'autres cas, à réduire certains risques grâce à une analyse ESG minutieuse. En tant que propriétaires actifs, nous visons également à collaborer avec les sociétés en portefeuille à des fins de gestion de ces risques. À titre d'exemple, nous avons travaillé ces dernières années en étroite collaboration avec un grand opérateur télécoms japonais afin de renforcer la substance et la transparence de ses politiques et de son reporting anti-corruption. Ce processus de dialogue constructif s'est traduit par des améliorations significatives. De plus amples détails sont disponibles dans notre Bilan de l'investissement responsable.

Naturellement, l'ajout d'une analyse des risques ESG à un processus d'investissement ne garantit pas que les

investissements ne seront jamais impliqués dans un scandale. Il permet en revanche de mieux comprendre ces risques, dans le but de les surveiller et les gérer – la gestion du risque étant au cœur même des investissements.

Composition du portefeuille

Au cours de toute année donnée, le nombre total de titres que nous analysons est bien supérieur à celui des valeurs que nous retenons. Aussi disposons-nous d'une longue liste de cibles d'investissement potentielles qui rivalisent avec les positions existantes pour être intégrées dans l'un de nos portefeuilles. Quelquefois, un titre de notre liste d'idées présente soudainement un risque baissier moindre, ou un potentiel haussier supérieur et nous utilisons alors les revirements du marché pour optimiser le portefeuille. Au sein de nos portefeuilles mondiaux, nous avons ajouté pendant la période sous revue quatre nouvelles positions aux États-Unis, tandis que trois actions européennes et une japonaise ont été cédées.

Par conséquent, les principales caractéristiques géographiques des portefeuilles mondiaux ont légèrement changé pendant le trimestre et nous avons relevé notre exposition aux États-Unis aux dépens du Japon et de l'Europe. Pendant un certain temps, nous avons affirmé que l'association d'évaluations et de potentiel fondamental faisait de l'Europe et du Japon des cibles d'investissement plus intéressantes que les États-Unis. Dans une certaine mesure, cette position a été justifiée. Du printemps 2014 à l'été 2015, en monnaies locales, le marché américain s'est montré relativement plat par rapport à l'Europe, et encore plus par rapport au Japon. Le dollar s'est apprécié et le marché américain a progressé à peu près autant que le Japon, et plus que l'Europe en données en euros. Nous identifions toujours un potentiel considérable en Europe et au Japon mais comme ce potentiel a été quelque peu anticipé l'année dernière, il n'est pas surprenant que les opportunités soient légèrement plus nombreuses outre-Atlantique.

Du point de vue sectoriel, nos nouveaux investissements – dont deux dans le secteur de la santé – ont eux aussi diminué notre risque par rapport à l'indice de référence. Parallèlement, notre exposition à l'industrie et à la consommation discrétionnaire reste significative, les craintes de décélération de la croissance mondiale semblant peser sur les évaluations, tandis que les fondamentaux sont robustes – une situation favorable à une éventuelle poursuite de la reprise économique.

Par ailleurs, tous les fonds sont diversifiés aux niveaux des catalyseurs et des expositions au risque. Les fondamentaux et les profils de risque/rendement des nouveaux investissements que nous envisageons doivent naturellement rivaliser avec ceux des positions existantes. Il peut arriver que nous souhaitions ajouter une nouvelle position prometteuse sans modifier de manière significative les expositions d'un portefeuille aux risques et catalyseurs sous-jacents. Dans de tels cas, nous vendons une position existante présentant des caractéristiques similaires, mais un profil de risque/rendement moins intéressant.

reconnaisants de la confiance et du soutien que vous nous accordez et avons hâte de vous écrire à nouveau à la fin de l'année.

Perspectives

La récente chute des marchés a entraîné un pic de volatilité et alimenté l'incertitude des investisseurs. Les marchés ont subi de nombreuses corrections au fil de l'histoire et continueront d'en subir. Mais comme nous l'avons précédemment noté, la valeur intrinsèque d'une action n'évolue souvent pas aussi vite, ni dans la même direction, que les prix du marché. Ainsi apprécions-nous l'instabilité boursière pour les opportunités qu'elle engendre.

Il est vrai que les chutes déclenchent parfois des replis économiques prolongés. Mais nous ne prévoyons pas un tel scénario cette fois-ci. Et même dans un tel cas, nos idées d'investissement devraient pouvoir maintenir, voire augmenter, leur valeur intrinsèque, même au creux du cycle d'affaires. Notre objectif consiste à être les mieux préparés possible en investissant à bas prix dans des sociétés bénéficiant d'une viabilité financière et opérationnelle élevée. En envisageant nos investissements dans une optique à long terme, nous sommes en mesure de voir au-delà du brouhaha qui règne sur les marchés et de faire attention aux fondamentaux sous-jacents des actions.

Si des obstacles économiques subsistent, les activités de base, les bilans robustes et les flux de trésorerie durables de nombre de sociétés mondiales continuent d'en faire des opportunités d'investissement à long terme attirantes pour des investisseurs patients. Nos efforts des trois derniers mois n'ont certes pas été récompensés, mais nous demeurons convaincus que l'achat d'actifs sous-évalués associé à une protection contre les pertes permanentes reste la clé du succès.

Pour conclure, nous gardons confiance dans les perspectives des positions actuelles de nos fonds. Nous sommes

Equipe Sparinvest Value



Rang du haut, 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
Analyste actions

Rang du bas, de gauche à droite :

Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager

Jens Moestrup Rasmussen
Chef d'équipe / 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, 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 rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement auprès des 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 SA, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.