

## Lettre trimestrielle

VALUE EQUITY

# Une hausse des taux pourrait profiter aux actions des petites entreprises délaissées

La rotation du marché au trimestre dernier suggère que les investisseurs commencent à reconnaître et à craindre le risque lié aux taux d'intérêt dans certains segments du marché. Comme toujours, nous pensons qu'il est important d'adopter un point de vue à long terme lorsqu'on investit et de souligner que nous n'avons rien contre les sociétés qui distribuent des dividendes ou contre les entreprises stables dont les bénéfices s'accroissent au fil du temps. Ces entités peuvent faire l'objet d'investissements solides à long terme. Nous estimons seulement que les évaluations actuelles de certaines actions de grandes capitalisations génératrices de dividendes et de certains titres de croissance perçus comme défensifs affichent une prime due à leur liquidité et leur rôle de remplaçants des obligations. Il existe peut-être de meilleurs moyens de réaliser un rendement solide à l'heure actuelle.

Si les taux commencent à se redresser et si les investisseurs continuent d'abandonner les titres jouant le même rôle que les obligations et les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière, ils dirigeront probablement leurs fonds vers des actions de petites sociétés, plus délaissées et ayant une valorisation attrayante. Nous sommes bien placés pour tirer parti du regain d'intérêt des investisseurs pour ce type d'actions.

## La probabilité d'un Brexit brutal a augmenté

Notre dernière lettre trimestrielle est sortie début juillet, peu après le référendum sur le Brexit. Nous y notions que le choc initial s'était quelque peu apaisé, mais que les marchés financiers resteraient probablement volatils pendant un certain temps. Le fait est que les marchés se sont montrés relativement calmes en août. S'agissant du Brexit, l'atmosphère était légèrement surréaliste : le résultat du référendum était clair,

mais personne ne savait ce qu'il signifierait réellement et tout ce que le Royaume-Uni se bornait à dire sur le sujet était « Le Brexit, c'est le Brexit ». Parallèlement, la conférence du Parti conservateur fin septembre a commencé à mettre au jour le type de Brexit recherché par le gouvernement. La Première ministre Theresa May a clairement indiqué qu'elle enclencherait officiellement le processus du Brexit début 2017 et ses commentaires ont semblé placer le contrôle de l'immigration avant l'accès au marché unique, ce qui est venu alimenter les prévisions d'un « Brexit brutal ». Fin juin, immédiatement après le référendum, la livre avait cédé quelque 11 % face au dollar américain, avant de stagner jusqu'à fin septembre.

Mais pendant les deux semaines ayant précédé le 11 octobre, elle a de nouveau chuté de près de 6 % alors que les marchés digéraient les conclusions de la conférence des Conservateurs.

” *En ce qui concerne nos fonds, l'impact du Brexit sur la performance par rapport aux indices de référence s'est montré relativement limité jusqu'ici*

Du point de vue des fondamentaux, l'impact à plus long terme sur les sociétés exerçant des activités au Royaume-Uni reste difficile à calculer. Il est clair que les grands exportateurs britanniques – y compris Astra-Zeneca auquel nous sommes exposés – se sont fortement redressés à court terme grâce à la baisse de la livre. Parallèlement, nombre d'actions britanniques de petites capitalisations, dont les activités sont souvent plus axées sur le secteur national, ont souffert. Mais

l'impact en définitive est plus nuancé. Nous avons récemment rendu visite à un grand exportateur industriel britannique dont les actions se sont envolées face à la chute de la livre. Selon lui, le marché surestime probablement les avantages liés à la faiblesse de la monnaie, tandis que l'impact fondamental du Brexit à plus long terme sur son activité demeure flou étant donné le stade précoce des négociations. En ce qui concerne nos fonds, l'impact du Brexit sur la performance par rapport aux indices de référence s'est montré relativement atone jusqu'ici.

Il ne fait aucun doute qu'au cours des prochains mois, et même des prochaines années, des éléments d'actualité concrets liés au Brexit émergeront et donneront lieu à des accès de volatilité à mesure que le marché s'adaptera. Comme nous l'avons indiqué précédemment, le dilemme pour l'UE, c'est qu'un règlement difficile ne profiterait à personne, tandis qu'un règlement généreux pourrait alimenter les mouvements eurosceptiques dans d'autres pays. Au Royaume-Uni, si le gouvernement semble pencher pour un Brexit brutal, nombreux sont ceux – même au sein du Parti conservateur – qui plaident en faveur de mesures plus légères et demandent un vote parlementaire sur les négociations ou l'accord qui en découlera. Nous surveillerons les événements au niveau politique et au sein de nos propres positions aussi bien au Royaume-Uni qu'en Europe, visant à cette occasion un équilibre prudent entre risque et volonté d'exploiter toute opportunité susceptible d'être générée par la volatilité.

## La télé-réalité américaine

Les Etats-Unis auront bientôt un nouveau président. A bien des égards, ce cycle électoral s'est montré décevant et le deuxième débat présidentiel ayant récemment eu lieu n'a rien fait pour arranger les choses. On a assisté à une sorte d'émission de télévision pendant laquelle l'objectif des deux candidats était de prononcer le plus de déclarations incendiaires sur leur adversaire à tour de rôle pendant les deux minutes qui leur étaient respectivement imparties. Mentalement, on a du mal à croire que le « leader du monde libre », comme le disent les Américains avec beaucoup d'humilité, sera choisi à l'issue d'un tel processus. Le reste du monde observe de loin, avec incrédulité, et tente d'estimer l'impact politique et économique potentiel de cette bizarre émission de télé-réalité. Nous sommes d'avis que Mme Clinton serait un choix plus sûr et de ce point de vue, les récents sondages sont encourageants. Nous notons également qu'en cas de victoire de M. Trump, les déclarations de campagne sont une chose, mais la réalité de la prise de possession du Bureau ovale et des interactions avec le Congrès en est une autre. Aussi sommes-nous prudemment optimistes : les scénarios économiques les pires nous semblent pouvoir être évités – mais il est évident que le marché boursier ne sera pas calme

à l'approche des élections présidentielles. La volatilité en septembre s'est montrée nettement supérieure à son niveau d'août.



*Nous sommes d'avis que Mme Clinton serait un choix plus sûr*

## Les marchés défient les craintes

Les marchés boursiers sont naturellement mus par d'autres moteurs que le Brexit et les élections américaines. Pendant ce trimestre, l'état des banques européennes a une fois de plus fait l'objet de débats. Les peurs quant à la solvabilité de l'ancienne Banca Monte dei Paschi et l'intégralité du système bancaire italien se sont intensifiées et en septembre, des craintes relatives au sort de Deutsche Bank sont apparues suite à l'amende que lui a imposée le Department of Justice américain. Enfin, les mesures prises par les banques centrales restent à l'ordre du jour – du tour de vis potentiel de la Fed, à la BCE en passant par la dernière pirouette politique de la Banque du Japon.

En dépit d'une croissance économique quelque peu atone et des événements précités, les actions mondiales se sont bien comportées sur le trimestre et les marchés boursiers développés ont gagné 3,7 %. Nous notons que la performance solide des actions des marchés émergents s'est poursuivie au troisième trimestre, l'indice MSCI Emerging Markets s'octroyant 7,8 %. A une échelle plus vaste, nous remarquons que les actions des marchés émergents sont restées à la traîne par rapport à celles du monde développé à mesure que les taux de croissance du PIB global des marchés émergents reculaient par rapport à ceux des marchés développés. Les prévisions, de l'IMF notamment, d'une nouvelle hausse des taux de croissance des marchés émergents par rapport à ceux des marchés développés vont désormais bon train. Il s'agit là probablement d'un facteur clé qui fera revenir les flux d'argent vers les marchés émergents. Nous pensons en outre que le style Value présente un potentiel certain en tant que stratégie sur les marchés émergents, comme nous l'avons indiqué dans une vidéo récente disponible à la section Actualités de notre site Internet :

[http://www.sparinvest.lu/international\\_news.aspx?newsid=B2EC8444ABC940CCB961DE56DC3632C0#B2EC8444ABC940CCB961DE56DC3632C0](http://www.sparinvest.lu/international_news.aspx?newsid=B2EC8444ABC940CCB961DE56DC3632C0#B2EC8444ABC940CCB961DE56DC3632C0)



*Nous pensons en outre que le style Value présente un potentiel certain en tant que stratégie sur les marchés émergents*

Parmi les marchés développés, les actions japonaises ont surperformé pendant le trimestre. La croissance économique n'est toujours pas satisfaisante, mais une victoire convaincante du Premier ministre Abe aux élections de la Chambre supérieure en juillet a ouvert la porte à de nouvelles mesures de relance ainsi qu'à des réformes à plus long terme. En septembre, la Banque du Japon a annoncé un remaniement majeur de sa politique et une nouvelle concentration sur le contrôle de la courbe des rendements à l'avenir. Les deux événements ont aiguisé l'appétit des investisseurs pour le Japon, mais d'autres facteurs entrent aussi en jeu. Au cours des deux dernières années, nous avons mentionné le changement de l'environnement pour les entreprises nipponnes, le nouveau Code de gouvernance des entreprises et le nouveau Code d'intendance poussant les sociétés cotées à améliorer leurs normes de gouvernance et à renforcer le dialogue avec les investisseurs. La structure capitalistique est l'un de ces aspects. Le secteur privé japonais a longtemps eu la réputation de posséder d'abondantes liquidités : des bilans sains qui offraient un certain réconfort pendant les périodes difficiles mais étaient relativement inefficaces car le capital ne générait pas de rendements. Au cours de la dernière décennie, nombre d'investisseurs – y compris nous-mêmes – ont réagi à la situation en adoptant des positions en conséquence au Japon. Nous avons constaté des changements progressifs qui se sont accélérés récemment dans le cadre de l'Abénomie, les sociétés investissant dans leur expansion à l'étranger et dopant par ailleurs les rendements pour les actionnaires.

## Sompo – Bonnes nouvelles

Au sein du secteur japonais de l'assurance, spécifiquement, deux défis majeurs ont été constatés. Premièrement, le marché de l'assurance nationale a affiché des taux de croissance plutôt faibles et un risque de désastre élevé. Deuxièmement, nombre d'assureurs possédaient d'abondants capitaux bloqués dans des « positions croisées » relativement inefficaces en actions de leurs clients importants. Pour nous, les arguments en faveur de l'investissement dans ce secteur étaient liés au potentiel de changement. Nous avons identifié un potentiel d'amélioration sur le marché de l'assurance nationale, mais aussi une probabilité que les assureurs trouvent des moyens de réduire les positions croisées et d'affecter ces capitaux à des fins plus productives, y compris à leur expansion à l'étranger.

Au fil des ans, nous avons été encouragés par les évolutions. La dernière étape est intervenue la semaine dernière, lorsque la société de gestion de portefeuille Sompo Holdings, l'une des plus grandes compagnies d'assurance du Japon, a annoncé qu'elle dépenserait quelque 6,3 milliards d'USD pour acquérir Endurance Specialty Holdings. Cette société américaine propose des services d'assurance couvrant la protection des récoltes, la responsabilité civile, l'IARD et la réassurance, mais est relativement peu exposée à la réassurance catastrophe. Sompo paie une prime d'environ 40 % au-dessus du récent cours boursier d'Endurance, un niveau qui semble raisonnable au vu des actifs de la société, mais peut-être un peu onéreux par rapport à ses bénéfices actuels. Nous considérons néanmoins cette nouvelle comme positive. Sur le plan stratégique, elle confère à Sompo un profil commercial plus diversifié. La part des bénéfices générés en dehors du Japon augmentera probablement d'environ 10 % aujourd'hui à près de 30 % dans quelques années. Cette hausse dopera le rendement des fonds propres de Sompo et pourrait bien se traduire par des rendements supérieurs pour les actionnaires. De telles transactions sont certes axées sur le long terme uniquement, mais il est rassurant de voir que le cours de Sompo a bien réagi à la nouvelle, gagnant plus de 12 % en quelques jours seulement.

## Autoneum – réduction de la position

Autoneum est une autre position qui a bénéficié d'une performance robuste récemment. En 2011, la société a quitté le petit conglomerat industriel suisse Rieter, l'une de nos positions à long terme, dans le cadre d'une scission. En tant que l'un des plus grands actionnaires, nous avons entretenu des contacts réguliers avec la direction des deux sociétés au fil des ans, et apporté notre soutien à la scission du groupe. Historiquement, Rieter était un leader mondial du marché de l'équipement à filer le textile. Cette activité étant cyclique, la société a décidé dans les années 1980 de lui trouver un contrepoids en se lançant dans le secteur automobile qui bénéficiait alors d'une expansion structurelle. Au cours des décennies suivantes, elle a réussi à transformer son segment automobile en un leader mondial des technologies de gestion du bruit et de la chaleur pour véhicules, fournissant la majorité des grandes marques de voitures. Les deux sociétés coexistaient au sein d'une seule holding, mais comme souvent avec de telles structures, les actions semblaient intégrer une décote par rapport à la somme des parties.

L'automobile s'inscrivait dans un scénario de croissance structurelle, mais les deux activités de la société ont été fortement secouées par l'éclatement de la crise financière mondiale. Les revenus du groupe ont chuté de plus de 50 % entre 2007 et 2009. L'activité des machines à filer avait déjà fait face à de telles épreuves auparavant. Rieter est parvenue à

renouer avec sa position de marché solide, maintenant son pouvoir de fixation des prix et la contribution solide des pièces détachées et services. Parallèlement, les économies des marchés émergents présentaient des perspectives relativement réjouissantes par rapport au reste du monde et il est clairement apparu qu'à moyen terme, l'usure des machines à filer entraînerait inévitablement une demande de machines de remplacement. En 2009, la société a commencé à se redresser.

Quoi qu'il en soit, les problèmes du secteur automobile étaient d'un tout autre calibre. En tant que petit fournisseur de constructeurs de voitures, Rieter avait mis en place un réseau mondial d'environ 50 sites à proximité d'usines automobiles. A mesure que les ventes diminuaient, presque tous ces sites sont devenus sous-exploités. Pour ne rien arranger, ses clients souffraient eux aussi et ont donc décidé de délocaliser la production vers des pays à coûts inférieurs, forçant Rieter à les suivre et à construire elle-même de nouvelles usines. Donc à un moment où ses revenus s'effondraient, la division automobile a fait face à de fortes dépenses de restructuration ainsi qu'à des dépenses d'investissement grandissantes. Aussi a-t-elle essuyé de fortes pertes en 2008 et 2009, l'attention et les ressources de la direction se détournant aussi naturellement de l'activité textile en redressement.

A mesure que la situation se stabilisait en 2010, nous avons discuté, tout comme d'autres acteurs, de la possibilité d'une opération stratégique. Ces discussions se sont soldées par la scission de Rieter en 2011, à l'occasion de laquelle les actionnaires ont aussi reçu des actions d'Autoneum, la société nouvellement créée. Nous avons conservé nos actions, attendant de profiter des avantages de la récente restructuration et d'un redressement mondial des ventes de voitures. D'ici à la fin 2016, il est probable qu'Autoneum aura enregistré une croissance de 6 % de ses ventes et de 40 % par an de son bénéfice d'exploitation depuis 2011. Sa marge d'exploitation a quadruplé à près de 9 %. Le cours boursier a presque triplé depuis avril 2011 et les multiples d'évaluation ont augmenté. Nous demeurons optimistes à l'égard de la société, même si elle n'affiche plus, selon nous, de forte décote par rapport à d'autres fournisseurs automobiles. Aussi avons-nous diminué notre position.

## Bekaert – de solides gains de cours

Dans notre dernière lettre, nous avons mentionné des signes d'amélioration dans le secteur des matériaux. La holding belge Bekaert, qui fabrique des câbles en acier visant à renforcer les pneus, en est un net exemple. Il y a quelques années, la société avait su éviter le pire de la crise financière mondiale grâce à sa présence solide en Chine. Non seulement la demande chinoise de câble de pneu ne cesse de

croître, mais en 2009 et 2010, Bekaert a vu son fil de sciage – utilisé pour couper le silicone dans la production des panneaux solaires – bénéficier d'une demande massive. Cette explosion est intervenue après que le gouvernement chinois eut décidé de devenir un acteur mondial majeur de la production de panneaux solaires. Alors que nombre de sociétés industrielles peinaient à se remettre de la crise financière mondiale, Bekaert a fait état de bénéfices très solides en 2010 et est devenu le chéri des marchés boursiers.

En 2012, toutefois, les programmes de relance chinois s'étaient traduits par des surcapacités industrielles massives, surtout dans le segment du fil de sciage. Parallèlement, l'activité de câbles de pneu a souffert face à une croissance décevante des ventes de voitures et de camions. Bekaert a dès lors subi un revers de fortune et le chéri des marchés boursiers est devenu dernier de la classe. Nous avons décidé d'acheter des actions Bekaert au printemps 2012 car le marché nous semblait trop pessimiste à l'égard de ses obstacles à court terme et au temps qu'il lui faudrait pour les surmonter. Nous avons été rassurés par le fait que l'activité de câbles de pneu était tout compte fait un duopole. Quoi qu'il en soit, la société nous semblait excessivement bon marché.

Nos hypothèses se sont révélées à moitié correctes. Après avoir investi, il est apparu clairement que la reprise du secteur des câbles de pneu prendrait plus longtemps que prévu. Cependant, depuis 2015, le gouvernement chinois semble moins disposé à soutenir les sociétés non rentables, ce qui signifie en dernier ressort que l'offre excédentaire disparaît du marché. Alors que l'équilibre entre l'offre et la demande s'améliore en Chine, surtout pour les câbles de pneus, nous avons vu les prix de vente et les bénéfices de Bekaert se redresser fortement. La société a défini un plan à moyen terme de croissance bénéficiaire et se trouve actuellement en avance d'un an sur ses propres objectifs. Cette situation s'est naturellement traduite par de solides gains de cours et nous avons pris des bénéfices sur le titre. Même si notre hypothèse initiale n'était pas entièrement correcte, nous avons acheté le titre lorsqu'il présentait des multiples d'évaluation faibles ainsi qu'une vaste marge de sécurité. C'est ce qui nous a permis de réaliser des performances annualisées à deux chiffres pendant la période de détention.

## Les taux d'intérêt dictent la rotation sectorielle

Les trois sociétés susmentionnées possèdent des moteurs qui leur sont propres, mais elles représentent aussi des secteurs industriels (finance, matériaux et consommation discrétionnaire) qui sont sensibles aux conditions économiques et plus spécifiquement aux attentes en matière de taux d'intérêt. Ces trois secteurs ont affiché les performances les plus solides dans presque toutes les régions sur le trimestre, aux

côtés des actions industrielles et informatiques. Parallèlement, l'exposition aux actions Value et à celles des petites capitalisations a joué un rôle d'obstacles sur de nombreux marchés et nos stratégies dans leur ensemble ont surperformé au troisième trimestre.

Si la saison de déclaration des bénéfices s'est montrée globalement encourageante pour nombre de sociétés sensibles à l'économie, il semble que les prévisions selon lesquelles la Fed relèvera ses taux d'intérêt avant la fin de l'année dictent la rotation sectorielle. Nous avons souvent déclaré qu'au cours des dernières années, la faiblesse des rendements obligataires et des prévisions de croissance faisaient évoluer tous les investisseurs dans la même direction.

Dans leur quête de rendements, ils se sont tournés vers les dividendes boursiers, qui leur assurent des flux de revenus similaires à ceux des obligations. Pour réduire le risque, ils ont ciblé les titres jouant le même rôle que les obligations tels que les actions des services aux collectivités, de la consommation de base et les valeurs vedette liquides à dividendes élevés. Parallèlement, l'environnement de faiblesse des taux d'intérêt a contribué à attirer les investisseurs vers les actions Growth car leurs flux de trésorerie escomptés présentent une durée supérieure et l'évaluation de ces cash-flows est donc plus sensible aux taux d'intérêt. Nous avons déconseillé par le passé cet effet de troupeau, qui pourrait avoir entraîné des évaluations excessives dans certains segments du marché et avons souligné que ces segments encourraient un risque de taux d'intérêt très prononcé. De surcroît, l'effet de troupeau a été intensifié par l'envolée massive des fonds indiciels à gestion passive et à coûts faibles dont l'exposition aux titres performants jouant le même rôle que les obligations a augmenté.



*Nous pensons qu'une légère hausse des taux pourrait se révéler positive*

Pour nombre d'investisseurs, le problème évident relève de ce qui se passera si, ou quand, les taux d'intérêt augmenteront. Nous savons qu'un grand nombre d'investisseurs restent convaincus que des hausses de taux sont peu probables étant donné que le monde est trop endetté et dépendant des taux d'intérêt faibles suite à la politique monétaire accommodante en vigueur depuis la crise financière. Mais les derniers commentaires de la Fed ont de nouveau propulsé les tours de vis monétaires en haut de l'ordre du jour. Une légère hausse des taux pourrait certes encourager une nouvelle rotation sectorielle et stylistique, comme on l'a déjà constaté, mais nous ne pensons pas que la menace soit très justifiée d'un point de vue macroéconomique. Pour le consommateur, une légère hausse des taux pourrait selon nous se révéler positive. En théorie, naturellement, les taux faibles encouragent les gens à dépenser, mais le problème, c'est que quand vous avez l'impression que votre épargne et votre retraite ne génèrent aucun rendement, votre vision de l'avenir est plutôt morose. Il s'agit là d'une sorte d'effet de richesse négatif. Si les taux commencent à s'orienter légèrement à la hausse, l'impact pourrait être positif et le contexte d'investissement pourrait se révéler favorable.

Publié le 14 octobre 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.