



Lettre trimestrielle – Actions « valeur »

T4 2015

Cher investisseur,

Le dernier trimestre de 2015 s'est révélé être un bon trimestre. Les marchés se sont nettement relevés de leurs faibles niveaux de septembre. Sur l'ensemble de l'exercice, les marchés développés ont dégagé de solides rendements positifs, alors que les marchés émergents enregistraient pour leur part des rendements légèrement négatifs. La plupart de nos fonds ont délivré des rendements allant de raisonnables à solides. Ainsi, le Sparinvest Global Valeur EUR I a progressé de 13,14 %, contre un rendement de 10,42 % pour le MSCI World.

Tout au long de 2015, peu de choses ont autant retenu l'attention des investisseurs que la Réserve fédérale et la normalisation de la politique monétaire américaine. Après plusieurs réunions n'ayant abouti à aucun changement, la Fed a enfin agi en décembre en relevant légèrement le taux, soit la première augmentation depuis près de dix ans. Cette dernière a été interprétée comme étant un vote de confiance envers l'économie et les signaux laissant présager des augmentations lentes mais régulières devraient apaiser les craintes relatives à une augmentation trop rapide des taux et à l'asphyxie de la croissance économique.

La Chine a été l'un des principaux thèmes de notre dernière lettre. L'évolution de ce pays a été dramatique au cours de ces dernières décennies. En partant d'une économie agraire, la Chine a mis en œuvre des réformes ayant permis la construction de routes, d'usines de production, de barrages, de routes et de chemins de fer. Tout en se laissant porter par une vague d'urbanisation et d'industrialisation, la Chine est devenue ce que l'on appelle souvent l'« usine du monde ». Les investisseurs ont grandement apprécié les rendements à deux chiffres et la demande de la Chine en matériaux a stimulé un cycle favorable pour les matières premières et a profité à d'autres économies émergentes. Aujourd'hui, et après une telle croissance, la Chine possède une vaste économie. Étant donné que la taille actuelle de l'économie, soit la base de calcul de

la croissance future, est tout simplement plus grande, il est naturel de s'attendre à ce que le rythme de la croissance ralentisse au fil des ans. Depuis quelques années, il est en outre apparu clairement que la Chine n'a pas le monopole du statut d'usine du monde. Elle doit affronter la concurrence provenant non seulement d'autres marchés émergents, mais aussi de certains marchés développés qui « rapatrient » la production sur leurs sols. Tout cela n'est pas forcément négatif. Comme nous l'avons récemment écrit, la Chine tente actuellement de transformer son modèle économique en le faisant passer de l'investissement à la consommation, des exportations aux dépenses nationales et de l'industrie manufacturière aux services. Cependant, ce processus de « maturation » ne sera jamais fluide et sera parsemé d'embûches.

Suite à la publication de chiffres quelque peu décevants, en 2015, et encore une fois pendant la première semaine de 2016, nous avons vu les ours sortir de leurs forêts lorsque les bourses chinoises ont traversé des perturbations, surtout sur le marché des « actions A » de la Chine continentale. Il est important de ne pas réagir de manière excessive à cet égard. Pendant un certain temps, nous avons pensé que les actions A étaient assez chères par rapport aux actions chinoises échangées à Hong Kong (« actions H »). C'est la raison pour laquelle la survenue de corrections volatiles au niveau des actions A n'est pas nécessairement alarmant. Ces derniers jours, la volatilité a été aggravée par des problèmes techniques provisoires au niveau de la bourse, mais ils devraient être résolus. Par ailleurs, la monnaie chinoise s'est légèrement dépréciée et en dépit du fait que cela ne porte pas préjudice aux exportateurs chinois, une plus grande stabilité serait rassurante. Début 2016, on craint toujours que la croissance mondiale puisse souffrir d'un ralentissement plus prononcé que prévu de l'activité chinoise.

La demande chinoise plus faible est l'une des causes de la baisse des prix des matières premières et de l'énergie qui ont

continué leur déclin tout au long du trimestre. Il est très difficile d'anticiper les prix de l'énergie et des matières premières à court terme, étant donné la visibilité particulièrement limitée à l'heure actuelle, alors que le marché s'efforce de « digérer » de nombreux éléments en mouvement, dont notamment la croissance chinoise affaiblie, la position de l'OPEEC, la production et les stocks de pétrole américains et les fluctuations des monnaies. À moyen terme, l'économie mondiale a besoin d'une stabilité et d'une visibilité accrues au niveau des prix du pétrole et des matières premières. Sur le long terme, il est clair que l'on se dirige vers des sources énergétiques plus neutres en carbone, mais nous pensons également que la demande structurelle en pétrole se maintiendra pendant un certain temps. En ce qui concerne les matières premières, l'une des choses que nous avons apprises au fil des ans est qu'en général, il est erroné d'extrapoler les conditions actuelles dans un avenir trop lointain.

En 2015, la faiblesse des matières premières a eu un net impact sur certains marchés émergents exportateurs de matières premières. Ce facteur, conjugué aux préoccupations relatives à la croissance et à l'incertitude entourant l'impact d'une augmentation des taux par la Fed américaine sur les monnaies et les économies émergentes, a rendu l'exercice volatil pour les marchés émergents en général. Bien que le quatrième trimestre ait été légèrement meilleur, ces derniers sont restés ternes par rapport aux marchés développés et l'indice MSCI Emerging Markets a clos l'exercice aux alentours de 5 %. Nous pensons, en réalité, que la plupart des pays sont bien mieux placés pour gérer l'augmentation des taux américains qu'ils ne l'étaient il y a quelques années et que les marchés émergents offrent un bon potentiel au court à moyen terme. La volatilité et les valorisations actuelles pourraient se révéler être une opportunité intéressante.

Enfin, le second semestre de 2015 a marqué la fin des jours de faible volatilité auxquels les investisseurs commençaient à peine à s'habituer. De fortes fluctuations de marché intrajournalières ont commencé à se manifester plus fréquemment. Après une période de soutien massif et uniforme des banques centrales du monde entier, les politiques monétaires ont commencé à diverger, ce qui a naturellement fait naître certaines incertitudes. Si l'on ajoute à cela les diverses problématiques géopolitiques, comme la Syrie, la crise des réfugiés, le référendum britannique sur l'Europe et l'élection présidentielle américaine, les incertitudes ne manquent pas. Nous sommes néanmoins d'avis qu'à la base, les augmentations de taux aux États-Unis sont encourageantes. En effet, même s'il est important de trouver le bon rythme, les relèvements de taux sont, dans une certaine mesure, une preuve de la bonne santé de l'économie. Nous pensons également que les augmentations

de taux peuvent d'avoir des implications bien précises en ce qui concerne la stratégie d'investissement en actions, comme indiqué précédemment et à nouveau ci-après. Par ailleurs, les chiffres macroéconomiques européens ont été raisonnablement encourageants ces derniers temps et l'affaiblissement de l'euro continue à pousser les bénéfices des entreprises à la hausse. Avec des marges de bénéfices toujours inférieures à leur niveau le plus élevé atteint il y a huit ans, la rentabilité accrue pourrait créer un environnement favorable pour les actions européennes.

Portefeuille

Nos fonds mondiaux Global Value et Ethical Global Value ont dégagé de solides rendements en 2015, globalement stimulés par la contribution positive des différentes régions au sein desquelles nous investissons. Notre performance a été meilleure que celle des marchés européens et japonais, où notre exposition aux actions de petite et moyenne capitalisations nous a été favorable et a contribué à notre excellente performance. Pour ce qui est de la ventilation sectorielle, notre performance a été supérieure à celle de l'indice de référence dans tous les secteurs sauf un (informatique où nous avons dégagé un rendement de 13 %, contre 17 % pour l'indice). Nous avons aussi enregistré une meilleure performance que l'indice au niveau de l'énergie et des matériaux, deux secteurs heurtés de plein fouet par l'effondrement des prix du pétrole, du gaz et des matières premières qui ont énormément capté l'attention des médias cette année. En fait, nous enregistrons toujours des rendements absolus positifs dans ces deux secteurs jusqu'au mois de novembre.

Beaucoup de nos investissements ont fait la une de la presse au cours du trimestre. Cela a été dû essentiellement aux activités de fusions-acquisitions qui ont toujours favorablement contribué à nos rendements excédentaires. Au deuxième trimestre, nous avons parlé de Delhaize, le détaillant alimentaire belge impliqué dans la fusion créatrice de valeur avec Ahold et, au quatrième trimestre, le cours du titre a bénéficié des progrès réalisés au niveau de cette fusion et du solide résultat trimestriel. L'action était parmi les cinq principaux contributeurs du fond pour le trimestre. En novembre, la société pharmaceutique américaine Pfizer a fait part de son plan visant à fusionner avec Allergan dans le cadre de la plus grosse opération de fusion du secteur de la santé jamais réalisée. Mi-décembre, la société de technologie japonaise TDK a annoncé une offre publique d'achat de notre société holding suisse, Micronas. Nous avons discuté pendant un certain temps de la profonde sous-valorisation de l'action et de la valeur significative du bilan riche en liquidités avec la direction de Micronas.

Nous avons été ravis de voir que la direction a recommandé l'offre de TDK qui, à un prix de 7,5 CHF l'action, a fait bondir le prix du titre de Micronas d'environ 60 %. L'action était parmi les cinq principaux contributeurs des fonds.

Quelques jours plus tard, une autre société japonaise a lancé une offre d'achat sur l'une de nos petites sociétés holding, Dutch USG People (détenue dans notre fond danois European Small Cap), ce qui a fait augmenter le cours de l'action de 30 %. Nous n'allons pas reproduire ici les changements que nous avons vu dans les salles de conseil et la gouvernance d'entreprise japonaises (se reporter à cet effet à nos précédentes lettres), mais ces deux exemples concernant nos portefeuilles ne sont que deux exemples parmi tant d'autres d'offres d'achat internationales récemment lancées par des sociétés japonaises. Ces dernières sont pressées d'augmenter la rentabilité des capitaux propres et d'utiliser leurs liquidités excédentaires, ce qui a poussé les dividendes et les versements à la hausse comme nous l'avons indiqué précédemment, mais beaucoup d'investisseurs placent également leurs liquidités à l'étranger.

Ce courant nous est favorable pour deux raisons. D'une part, nous disposons d'une surpondération au niveau des sociétés japonaises bien capitalisées qui s'échangent moyennant une décote, car elles sont considérées comme n'étant pas rentables. La vague d'acquisitions, conjuguée à toutes les autres évolutions liées à la gouvernance pourraient aider d'autres investisseurs à réaliser le potentiel de valeur de bon nombre de nos participations. D'autre part, les sociétés japonaises ciblent des sociétés étrangères dont les activités et les actifs sont attractifs. Nous sommes d'avis que nos portefeuilles pourront faire l'objet d'offres d'achat supplémentaires à l'avenir.

Retour du débat actif-passif

Bien que la performance de nos fonds ait globalement été robuste en 2015, de nombreux gestionnaires d'actifs ont enregistré un exercice 2015 décevant, et les investisseurs continuent de réduire leur exposition aux gestionnaires d'actifs au profit de stratégies liées au passif. Il y a tout juste quelques jours, un rapport Morningstar indiquait que 40 % des actifs de fonds communs de placement et d'ETF sont aujourd'hui constitués par des éléments passifs. Au premier coup d'œil, un tel mouvement semble logique, étant donné que la performance de nombreux gestionnaires d'actifs a été inférieure à celle des fonds passifs pendant les années suivant la crise financière mondiale. Cependant, nous restons convaincus que les gestionnaires qui sélectionnent des actions sur la base d'une recherche fondamentale peuvent obtenir de meilleurs résultats supérieurs à ceux de l'investissement en passif à long terme,

une opinion que de nombreux travaux de recherche académique viennent étayer. Par ailleurs, depuis les plus bas niveaux atteints en mars 2009, les hauts rendements annualisés de près de 18 % pour l'indice MSCI World ont poussé de nombreux investisseurs à croire qu'il est tout simplement préférable d'acheter aussi bon marché que possible sur le marché global (« bêta bon marché ») plutôt que d'essayer de faire une recherche active sur les rendements basés sur la sélection des titres (alpha). Avec des rendements de marché aussi élevés, bon nombre des gestionnaires d'actifs ayant été capables de naviguer correctement et de créer un alpha ont compris que leur rendement total était essentiellement dû à leur bêta. C'était un environnement au sein duquel « la marée montante soulevait tous les navires ».

Mais avant de se transformer en investisseurs d'indices, nos lecteurs doivent se souvenir qu'après des années de robustes rendements à deux chiffres, il est probable que le marché d'actions délivre des rendements plus faibles à l'avenir, voir même des pertes durant certaines périodes. Les valorisations des marchés d'actions ne sont pas aussi intéressantes qu'elles ne l'étaient il y a quelques années, et la croissance des bénéfices d'entreprises est prévue d'être modérée à court terme. Les bourses étant prévues de délivrer des rendements plus faibles, les investisseurs devront à nouveau se mettre en quête d'opportunités alpha pour étoffer leurs rendements. Par conséquent, les années à venir pourraient offrir un environnement favorable aux sélectionneurs d'actions. Nous ne sommes probablement plus dans un environnement de type « marée montante qui soulève tous les navires ». Heureusement, il existe encore un certain nombre d'opportunités alpha en dépit de l'augmentation du risque bêta.

Investissement value et risque

L'univers des actions de valeur est un bon endroit où chercher des opportunités d'investissement. Pendant plus de 18 ans, nous avons travaillé dur pour délivrer des rendements compétitifs en investissant essentiellement dans des actions à faibles prix. Ceci nous a réussi pendant toute cette longue période, et notre fond le plus ancien, Value Aktier (au Danemark), a dégagé des rendements excédentaires annualisés de * 3,8 % depuis 1997. Il convient cependant de remarquer que depuis la crise financière mondiale, l'indice MSCI World n'est pas parvenu à surmonter ses difficultés, raison pour laquelle sa performance est restée médiocre pendant sept années consécutives. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises (voir nos lettres précédentes), l'augmentation des taux d'intérêt dans les années à venir devrait être favorable aux investisseurs « Value ». En outre, il semblerait que des taux d'intérêt

plus élevés soient également une bonne nouvelle pour les gestionnaires d'actifs en général. Début 2015, Nomura a publié une étude indiquant qu'il existait une forte corrélation entre l'augmentation des taux d'intérêt et la robuste performance des gestionnaires d'actifs au cours des 50 dernières années. Ce phénomène s'explique notamment par le fait que lorsque les taux d'intérêt augmentent, les entreprises de plus petite taille ont tendance à enregistrer une bonne performance (parce qu'elles sont généralement plus sensibles aux fluctuations de liquidités) et l'exposition des gestionnaires d'actifs, en particulier les gestionnaires « Value », sur les entreprises à petite capitalisation a tendance à être plus importante. À l'inverse, comme nous avons pu le constater dernièrement et ainsi que nous l'avons déjà dit, les entreprises de premier rang auxquelles les indices pondérés par les capitalisations boursières et les fonds de passif sont intrinsèquement exposés ont tendance à surperformer dans des contextes de taux baissiers.

Nous restons investis dans une stratégie de valeur. Nous pensons que notre gestion active peut générer des rendements supérieurs même pendant des exercices où la performance des actions « Value » est médiocre (comme cela a été le cas en 2015), et nous sommes d'avis qu'il existe un bon potentiel de valeur à long terme. Nous restons disciplinés et méthodiques, et nous sélectionnons les titres dont les valorisations sont attrayantes. Nous pensons que les solides fondamentaux des entreprises devraient bientôt se traduire par des actions meilleur marché, et les actionnaires capables de résister aujourd'hui à la volatilité des marchés ont de fortes chances d'en être récompensés.

Début 2015, nous avons expliqué le fort impact, au cours de ces dernières années, des événements macro et géopolitiques sur les rendements des investisseurs en actifs, dont nous faisons partie. Nous avons reconnu le fait que même les investisseurs « Value » à long terme sont mesurés en fonction de la performance relative et souvent sur la base d'horizons à court terme, et nous avons dit que nous prêterions une plus grande attention à la composition sectorielle et pays à l'avenir. À cet égard, nous avons abordé 2016 avec un profil de risque désormais assorti d'un risque plus faible que celui des indices de référence. Nous conservons des expositions évidentes de type risque par rapport à la valeur et sur le risque lié aux petites capitalisations, mais nous avons quelque peu ajusté la ventilation de notre risque : en effet, ce dernier est désormais moins basé sur les choix de pays et de secteurs (risque géopolitique) pour davantage privilégier les choix d'actions spécifiques.

Bifurcation de marché : les États-Unis et les FANG

Le changement le plus notable est que nous avons ajouté une poignée d'actions américaines supplémentaires au quatrième trimestre. Mesuré en dollars US, le marché de valeurs américain a été plus ou moins plat en 2015, l'indice MSCI USA ayant dégagé un rendement total de 0,7 %. Cependant, il aurait certainement été pire en l'absence de certaines poches d'actions au sein du marché. Un groupe d'actions, des actions Internet très prisées, a enregistré une excellente performance et a contribué à l'augmentation globale des rendements de l'indice. Il existe une tradition qui consiste à donner des surnoms aux groupes d'actions populaires. Dans les années 60, un long marché haussier était devenu dominé par les « Nifty Fifty », à savoir les cinquante meilleures actions qu'il convenait d'acheter et de conserver. De nos jours, les gens parlent des neuf meilleures actions (« Nifty Nine »). Les FANTA : Facebook, Amazon, Netflix, Tesla, Alphabet (nouveau nom de Google). Les FANG : Facebook, Amazon, Netflix, Google. Les FANG ont totalisé un rendement moyen total de 20 % au T4 2015 et un rendement total extraordinaire de plus de 70 % tout au long de l'exercice, soit des chiffres incroyables pour des actions qui désormais représentent 5 % de la composition de l'indice. Qu'en est-il des actions représentant les 95 % restants ? Nous estimons qu'elles ont dégagé un rendement moyen de - 2 %.

Chez Sparinvest, nous continuons à croire que la bonne manière de produire un rendement excédentaire à long terme consiste à investir dans des actions sous-valorisées et délaissées. En outre, le cours des titres est le produit de l'offre et de la demande. Certaines des sociétés les plus populaires, les FANG, sont en train de changer le monde avec leurs produits perturbants et nous considérons que bon nombre d'entre elles offrent un bon potentiel. Cependant, leurs titres font également l'objet d'une forte demande et nous constatons que beaucoup s'échangent à des multiples de résultat extrêmement élevés. Dans un contexte mondial de stagnation des recettes et d'inquiétudes concernant l'économie mondiale, les investisseurs se dirigent tous en masse vers des sociétés capables de prouver que leurs recettes sont en forte croissance, et ce quelle que soit leur valorisation. Au risque de nous répéter, nous pensons qu'étant donné l'écart existant entre la valorisation et le scénario d'augmentation des taux d'intérêt, la demande finira par s'étendre, ce qui rendra la performance relative des valeurs, dont les caractéristiques de prix sont plus intéressantes, plus saine.

Conclusion

Comme toujours, nous n'essayons pas de prédire les rendements à court terme, outre ce que nous en avons dit plus haut.

Avec des attentes limitées concernant les rendements de marché dans l'ensemble pour 2016, la sélection des titres est prévue être un thème important dans un avenir proche, et nous prévoyons d'utiliser la volatilité accrue attendue pour ajouter de bonnes sociétés à des prix intéressants.

Après sept années consécutives pendant lesquelles le style value est restée moins performant que la croissance, telles que mesurées par les indices mondiaux MSCI, nous savons à quel point il peut être frustrant de se détacher du lot et d'avoir à l'occasion des rendements sur investissement qui restent à la traîne par rapport aux titres à la mode pour le trimestre ou l'exercice. Il ne fait aucun doute que le marché a, encore une fois, prêté peu d'attention à notre philosophie, mais cette année, notre sélection de titres a globalement résisté aux vents contraires et nous a permis de présenter des résultats très satisfaisants, à la fois pour l'exercice et le trimestre, pour la majorité de nos fonds. Nous sommes certains que les actions « value » connaîtront à nouveau une période de surperformance et nous attendons avec impatience ce vent favorable tant espéré. Quoiqu'il se passe pendant l'exercice à venir, nous pensons que le fait de prêter attention aux données fondamentales des entreprises nous aide à gérer les risques de portefeuille au sein de marchés susceptibles d'être volatiles. Ceci devrait nous offrir une base favorable qui nous permettra de

délivrer une appréciation du capital à nos clients. Comme toujours, nous vous remercions de votre confiance et nous avons hâte de partager avec vous nos perspectives en 2016.

Équipe « Value » de Sparinvest



Rangée supérieure, de gauche à droite :

David Orr

Senior Portfolio Manager

Lisbeth Søgaard Nielsen

Portfolio Manager

Jeroen Bresser

Portfolio Manager

Per Kronborg Jensen

Senior Portfolio Manager

Morten Rønnow Tandrup

Equity Analyst

Rangée inférieure, de gauche à droite :

Karsten Løngaard

Senior Portfolio Manager

Jens Moestrup Rasmussen

Team Leader / Chief Portfolio Manager

Trine Uggerhøj

Portfolio Manager

Kasper Billy Jacobsen

Chief Portfolio Manager

Sparinvest 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 SA, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.