

Un trimestre solide pour le style Value

Le dernier trimestre 2016 a été le témoin d'une fin d'année en fanfare pour les marchés boursiers. Ce phénomène s'est aussi reflété sur nos fonds, qui ont généré des performances solides sur le trimestre et sur l'année entière.

Leur exposition aux Etats-Unis a largement contribué au résultat de nos fonds axés sur les marchés développés mondiaux. Nos actions Value américaines se sont très bien comportées cette année, tandis que l'Europe et le Japon sont restés à la traîne. Cela dit, notre European Value Fund a nettement dépassé son indice de référence. Parallèlement, nos fonds des marchés émergents ont affiché les meilleurs rendements de notre gamme de fonds, signant des avancées de plus de 20 %.

” *En fin de compte, 2016 a été une excellente année pour tous nos fonds Value en données aussi bien absolues que relatives*

Il ne fait aucun doute que l'exercice a été riche en événements. Si l'on revient sur le début d'année, on constate que l'incertitude n'a pas mis longtemps à s'installer et l'optimisme à disparaître. Le mois de janvier a été marqué par une baisse des prix des matières premières et des craintes quant à la croissance chinoise. Dans ce contexte d'incertitude, les prévisions quant aux taux d'intérêt se sont effondrées. Ces craintes se sont ensuite dissipées avant que le vote en faveur du

Brexit ne vienne alimenter le pessimisme et faire chuter les taux à nouveau. Mais l'évolution économique sous-jacente était encourageante et les prévisions de taux d'intérêt ont fini par se redresser aux Etats-Unis au fil du troisième trimestre. Nous avons discuté à plusieurs reprises ces dernières années de la possibilité qu'une telle hausse des prévisions de taux n'entraîne une rotation majeure des marchés boursiers, un scénario qui s'est concrétisé. Les investisseurs ont délaissé les secteurs défensifs et les actions visant à « remplacer » les obligations au profit des domaines plus cycliques et les titres onéreux au profit de valeurs moins chères. Le style Value a surperformé le style Growth.

Naturellement, ce qui a le plus perturbé les attentes a été la victoire de Donald Trump en novembre. Les actions se sont envolées, les rendements obligataires ont fortement augmenté et la rotation au sein des marchés boursiers s'est accélérée. Vers la fin de l'année, la Fed a relevé ses taux et émis des signaux plus restrictifs. Cette rotation a clairement profité à nos stratégies et 2016 a été en fin de compte une excellente année pour tous nos fonds Value en données aussi bien absolues que relatives.

Des électeurs en colère

La victoire de M. Trump a « changé la donne » de multiples manières. Premièrement, les surprises liées à Trump et au Brexit sont venues d'un phénomène répandu aujourd'hui dans le monde développé selon lequel des masses de membres de la classe moyenne/personnes à revenus moyens ont l'impression d'être victimes de la tendance globale à la mondialisation qui s'est développée au cours des vingt dernières années. Ils ont vu leur fortune relative diminuer ces deux dernières décennies et se sentent exaspérés, oubliés et veulent protester contre la société établie qui les a laissés pour compte.

Deuxièmement, elle a mis au jour le véritable désordre qui règne parmi les médias. Les résultats aussi bien du référendum sur le Brexit que des élections américaines ont tourné

en dérision une grande partie de la couverture médiatique antérieure et des sondages d'opinions qui, pour l'essentiel, avaient considéré les deux issues comme peu probables. Le soir de l'élection, nombre de commentateurs et journalistes pourtant experts – et, naturellement, des milliards de personnes à travers le monde – ont été choqués et sans voix lorsque la carte des Etats-Unis a progressivement viré au rouge. La plupart des commentateurs des médias de qualité n'avaient pas anticipé la victoire de Trump, probablement pris au dépourvu par le rythme auquel la politique populiste et anti-establishment avait gagné du terrain. Mais ce qui ressort aussi clairement, c'est que la couverture médiatique équilibrée et de qualité est l'une des plus grandes victimes du désordre, un phénomène qui a joué un rôle de taille dans la campagne électorale. Le refus de payer pour accéder à l'actualité est un problème de plus en plus important pour le secteur. Pour beaucoup, les gros titres l'emportent sur la substance. Cette concentration sur les phrases chocs incitant les lecteurs à cliquer est très similaire à la campagne électorale qu'a menée M. Trump : il a dominé le cycle d'actualité, toujours et encore, en prononçant un ou deux commentaires scandaleux. Les médias sont peut-être un exemple extrême de désordre à l'ère numérique, mais nombre d'autres secteurs sont sous pression.

Naturellement, les événements politiques récents ne sont que la pointe de l'iceberg et il s'agit là de sujets qui seront interminablement décortiqués et analysés dans les années à venir. Mais assez parlé des « personnes en colère », du désordre et des sondages de mauvaise qualité – concentrons-nous davantage sur ce que tout cela signifie pour l'économie sous-jacente, les marchés financiers et nos fonds.

Une reprise grâce à Trump ?

Il ne fait aucun doute que la victoire de Trump et sa politique budgétaire probablement agressive ont contribué à l'envolée des marchés au dernier trimestre. Mais en réalité, les marchés avaient déjà commencé à opérer un revirement avant les élections. L'économie américaine était en amélioration et depuis le milieu de l'année, les rendements obligataires étaient inscrits à la hausse, révélant une progression des attentes de durcissement monétaire par la Fed, qui a fini par relever ses taux en décembre. Dans l'ensemble, l'état de l'économie américaine et, dans une certaine mesure, de l'économie mondiale, est moins terrible qu'on ne le craignait début 2016 et ce phénomène a joué un rôle clé dans le pic d'optimisme constaté en fin d'année. La Chine est raisonnablement stable, la BCE a signalé qu'elle ne continuerait pas à racheter des obligations indéfiniment et la Fed a annoncé de nouvelles hausses des taux d'intérêt cette année.



L'état de l'économie américaine et, dans une certaine mesure, de l'économie mondiale, est moins terrible qu'on ne le craignait début 2016

La victoire de M. Trump et son inauguration sont donc intervenues dans un contexte déjà en amélioration. Il prévoit naturellement des changements et réformes divers – dont un grand nombre devraient avoir des effets positifs sur le marché boursier américain. L'expansion budgétaire et les baisses des impôts sur les entreprises sont généralement bénéfiques, à court ou moyen terme tout du moins, tandis que son projet de priorisation des emplois américains par rapport au commerce international pourrait profiter aux petites et moyennes entreprises, qui ont tendance à être plus axées sur le secteur national. Il existe certes de potentielles implications ailleurs. On peut par exemple se demander comment la vigueur potentielle de l'USD et la rhétorique relative aux taxes commerciales pourraient affecter les marchés émergents. La question est complexe mais nous notons simplement ici que les marchés émergents ne sont pas un groupe homogène de pays, mais un ensemble divers d'économies présentant des défis et opportunités variés. Le potentiel de génération de rendements par les investisseurs ascendants nous semble massif, même si Trump se montre plus strict à l'égard de certains pays.

De plus, nous n'en sommes encore qu'au début : il est difficile de prévoir combien de ses promesses de campagne M. Trump a l'intention ou sera en mesure de tenir. Il est vrai que les Républicains détiennent désormais la majorité des deux chambres, le Sénat et la Chambre des représentants, et auront donc moins de mal à faire adopter des lois – mais cela ne signifie pas nécessairement que M. Trump aura la tâche facile. Seul l'avenir le dira : il est très difficile de savoir quelle sera la politique effective de M. Trump et l'impact potentiel qu'elle aura.

L'investissement Value est revenu d'entre les morts

Après plusieurs années pendant lesquelles l'investissement Value avait régulièrement sous-performé, il a enfin fait un retour en force en 2016. Le style était certes en défaveur, mais nous avons souvent parlé de la possibilité que l'amélioration du sentiment économique et la hausse des taux d'intérêt lui soient favorables. Nous ne savions naturellement pas quand ces phénomènes interviendraient – et nous avons d'ailleurs ajouté à nos présentations une image de la fable d'Ésope « Le garçon qui criait au loup » il n'y a pas si longtemps que ça. Mais malgré tout, nous avons toujours été convaincus

que le style Value finirait un jour par retrouver les faveurs des investisseurs.

” *Après plusieurs années pendant lesquelles l’investissement Value avait régulièrement sous-performé, il a enfin fait un retour en force en 2016*

Il a donc été rassurant de voir que la hausse des prévisions de taux d’intérêt entraînait effectivement une rotation au second semestre 2016. Les investisseurs ont délaissé les actions relativement onéreuses pour investir dans des actions plutôt bon marché et le style Value a alors surperformé. Les investisseurs ont abandonné les secteurs défensifs au profit de segments plus cycliques et les valeurs de la finance, l’énergie, l’industrie et des matériaux se sont bien comportées. Nous avons naturellement apprécié de voir nos fonds bien réagir à ce changement de la dynamique du marché, notre gamme entière enregistrant des performances satisfaisantes. Nous avons pour objectif d’exposer nos fonds à plus d’un moteur de rendement potentiel : par exemple, au niveau le plus vaste, cela se caractérise par notre sélection ascendante de titres individuels et notre exposition au style Value ainsi qu’aux actions de petites et moyennes capitalisations. En 2015, l’exposition globale au style Value n’a pas porté ses fruits, mais notre sélection de titres individuels a dopé les rendements à un rythme plus soutenu que le reste du marché. En 2016, la sélection des titres s’est montrée bénéfique dans certains domaines – notamment au sein de nos fonds des marchés émergents – mais globalement, c’est notre exposition au style Value qui a dopé la performance au second semestre.

” *Globalement, c’est notre exposition au style Value qui a dopé la performance au second semestre*

Une atmosphère dans laquelle seuls certains types d’investissements semblaient être judicieux a parfois caractérisé le secteur financier depuis la crise financière il y a environ dix ans. Parmi les actions, l’investissement passif a été largement privilégié et un grand nombre d’investisseurs se sont concentrés sur certains segments de marché – par exemple les secteurs plus défensifs, à volatilité faible comme la santé et les

biens de consommation de base, qui servent de remplaçants aux obligations depuis plusieurs années.

Nous n’avons rien contre ces secteurs et y trouverons même des scénarios Value attrayants à certains moments du cycle économique. Mais nous avons tendance à nous montrer prudents face à un contexte dans lequel nombre d’investisseurs associent le « risque faible » au simple investissement dans des fonds qui répliquent un indice de référence – même si ces indices de référence sont souvent biaisés vers certaines méga capitalisations « chouchoutes » – ou certains secteurs défensifs. Cela dit, le phénomène d’atroupement des investisseurs dans certains segments du marché a ouvert la voie à de vastes écarts d’évaluation, les autres secteurs ayant l’air très bon marché, un phénomène que nous nous sommes empressés d’exploiter. Peut-être la rotation constatée en 2016 est-elle un rappel de l’ampleur et de la diversité de l’univers d’investissement potentiel de l’économie mondiale et du marché des actions et du fait que le « risque » le plus élevé et le plus faible n’est pas statique. La prise en compte de l’univers dans son ensemble et la prise de positions à contre-courant peuvent malgré tout contribuer à la réalisation de performances solides à long terme. Quoi qu’il en soit, cette évolution prouve selon nous que les gérants de fonds ascendants à gestion active sont capables de réaliser des rendements d’investissement supérieurs à ceux de leurs indices.

Des perspectives positives pour le secteur financier

Il est encore tôt mais la tendance semble haussière pour les taux d’intérêt. Globalement parlant, une hausse des taux d’intérêt est le signe d’une économie en amélioration. Il s’agit là d’une bonne nouvelle pour les banques en particulier. Un environnement économique positif a tendance à se caractériser par un optimisme accru et une activité d’investissement plus soutenue pour les entreprises. Les emprunteurs sont plus à même d’honorer leurs remboursements de prêts et les banques comptent moins d’actifs non performants. Elles peuvent en outre gagner plus grâce au simple écart entre les taux de dépôt et les taux des prêts. La baisse des coûts des mauvaises créances et l’amélioration des notes de crédit peut signifier que les sommes mises de côté dans les réserves pour pertes sur prêt seront moins élevées et que les bilans auront plus de marge pour élargir leur portefeuille de prêts (jusqu’à ce que le cycle atteigne un pic tout du moins). Nous avons certainement hâte d’exploiter cette dynamique et discutons plus en détail de l’une de nos positions bancaires ci-dessous.

Les compagnies d’assurance profitent de cet environnement. L’activité économique et les dépenses accrues – nouvelles maisons, voitures, nouvel équipement, etc. – s’accompagnent de souscriptions de nouvelles polices. Parallèlement, les taux supérieurs sont synonymes de rendements plus élevés sur

les investissements sous-jacents auxquels sont adossées les polices d'assurance. De plus, d'autres secteurs sont naturellement eux aussi relativement sensibles à l'amélioration du sentiment économique : la consommation discrétionnaire et l'industrie se distinguant particulièrement ici. Tous ces secteurs se sont bien comportés ces derniers mois, mais il est encourageant que nous y ayons trouvé et que nous y trouvions encore des idées d'investissement Value.

Des effets positifs sur nos actions

Au sein de nos fonds des marchés développés mondiaux, les bénéficiaires les plus directs de la hausse des prévisions de taux et de la rotation du marché ont été nos positions en financières américaines. Au cours des deux à trois dernières années, nous avons progressivement renforcé notre exposition à ce secteur après avoir initialement investi dans Regions Financial et Citigroup en 2014 et début 2015. Dès lors que nous avons vu des évaluations intéressantes, dans un contexte de taux d'intérêt historiquement faibles au dernier trimestre 2015, nous avons décidé de surpondérer fortement nos positions en financières américaines. Au cours de ces mois, nous avons ouvert des positions dans JP Morgan, Discover Financial, Leucadia et Metlife.

A mesure que les taux continuaient de baisser au premier trimestre 2016, notre pari n'a pas immédiatement porté ses fruits, mais notre décision s'est révélée de plus en plus judicieuse au fil de l'exercice. Les titres sensibles aux taux tels que Regions Financial, Discover, Citigroup et Mitsubishi UFJ se sont particulièrement bien comportés ces derniers mois. Les fonds ont nettement bénéficié de la position surpondérée et des rendements supérieurs à ceux de l'indice de référence de nos actions du secteur.

Regions Financial, la plus grande banque régionale des États-Unis, est l'une de nos positions les plus importantes. Nous l'avons acquise pendant l'été 2014. A l'époque, nous avons vu un modèle d'affaires des plus simples assorti de l'une des sensibilités aux taux d'intérêt les plus élevées du secteur, qui pouvait par ailleurs bénéficier d'une activité de prêt accrue. Nous avons aussi apprécié son bilan surcapitalisé qui ouvrait la porte à une hausse des rendements pour les actionnaires et son ratio coût/revenus qui comptait parmi les plus élevés et commençait à s'améliorer. Pour nous, le pouvoir bénéficiaire et les distributions de la société présentaient un net potentiel d'amélioration. Ces atouts, conjugués à une évaluation absolue et relative faible, la rendaient attrayante à nos yeux.

Le secteur financier avait sans aucun doute été l'un des plus grands bénéficiaires de la rotation du marché mentionnée ci-dessus. Après la récente reprise, nous avons décidé de réduire quelque peu la position, mais nous identifions toujours

un potentiel étant donné que la société n'a pas encore pleinement profité de la hausse de l'activité de prêt et des taux plus élevés dans un contexte de base de coûts inférieure.

Le rachat de Terex

Au second semestre 2015, le fabricant de machines de construction Terex a annoncé une « fusion boursière entre égaux » avec le fabricant finlandais d'équipement de traitement des matériaux KoneCranes. Début 2016, cette mesure a été suivie par une offre de rachat entièrement en espèces par un concurrent chinois, au prix de 30 USD par action. Si cette offre en liquide semblait un peu plus attrayante, elle paraissait aussi peu susceptible d'aboutir en raison d'obstacles réglementaires. Quoiqu'il en soit, elle a attiré l'attention des investisseurs sur la valeur stratégique de certains actifs de Terex et renforcé son pouvoir de négociation face à KoneCranes. En conséquence, Terex et KoneCranes ont décidé de modifier leur « fusion entre égaux » initiale pour en faire un désinvestissement de l'unité de traitement des matériaux de Terex à KoneCranes. La transaction modifiée s'est soldée par une société plus concentrée disposant d'abondantes liquidités sur un bilan extrêmement solide et d'une marge de manœuvre accrue lui permettant d'améliorer son efficacité opérationnelle. Les investisseurs ont chaleureusement accueilli cette dernière opération et les actions Terex ont commencé à bien se comporter au troisième trimestre. La cerise sur le gâteau est venue avec l'élection de Donald Trump et sa promesse de développer les dépenses d'infrastructures. En qualité de fournisseur majeur d'équipement de construction aux États-Unis, Terex devrait nettement bénéficier de ce phénomène. Pendant la reprise Trump, ses actions se sont également bien mieux comportées que celles de Caterpillar, pourtant pilier du secteur.

” *Nous sommes véritablement optimistes quant au potentiel de nos investissements à l'avenir*

Perspectives

Comme nous l'avons indiqué en début de lettre, l'année 2016 a été riche en événements. D'un côté, elle a été marquée par des surprises politiques et un fort sentiment d'inconnu s'est répandu, surtout dans de nombreux pays occidentaux. Mais de l'autre, le monde n'est pas en train de s'effondrer. L'économie générale semble raisonnablement robuste et les rendements des actions ont été favorables. Après plusieurs années au cours desquelles nombre d'acteurs des marchés boursiers se sont comportés comme si on était en présence d'un nouveau paradigme, l'exercice 2016 a peut-être aussi servi à nous rappeler que certaines choses

ne changeaient pas. Nous avons longtemps suggéré que l'investissement Value offrait des rendements solides à long terme ; qu'il rencontrait des vents de face de temps à autres ; et que même lorsque ces vents duraient longtemps, ils finissaient toujours par s'atténuer – et par se transformer en vents arrière. Nous avons suggéré que lorsque les écarts d'évaluation entre différents segments du marché des actions se creusaient excessivement, ils pouvaient durer un certain moment mais finissaient toujours par s'inverser. D'aucuns pourront affirmer que 2016 a justifié ce point de vue. La rotation des styles et secteurs a été significative au cours des deux derniers trimestres et, comme toujours, nous n'émettons pas de prédictions à court terme – mais nous sommes

d'avis que des écarts d'évaluation subsistent sur le marché et nous continuerons d'essayer de les exploiter. Nous identifions un grand nombre d'entreprises nettement sous-évaluées au sein de nos portefeuilles et resterons à l'affût de nouveaux candidats. Nous sommes véritablement optimistes quant au potentiel de nos investissements à l'avenir.

Publié le 25 janvier 2017

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 (DIC) 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 5070, CH-8021 Zurich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.