



Entretien avec nos experts

Décembre 2016



Léon Kirch, CFA
CIO, Gérant principal

« Nous restons convaincus de la pertinence à long terme des stratégies « Value ». En effet, les valorisations sont aux marchés actions ce que la loi de la gravité est à la physique »



Allan S. Jensen, CFA
Gérant adjoint

L'actualité de ces derniers mois a été rythmée par de nombreux événements politiques dont les conséquences sur les marchés financiers se sont avérées plutôt inattendues. Comment appréhendez-vous ce « bruit » politique au moment de prendre vos décisions d'investissement ?

Léon : La crise de 2008 a clairement démontré qu'un investisseur ne peut pas rester sourd à ce qui se passe autour de lui. En tant qu'investisseurs « bottom-up », nous restons donc à l'écoute de notre environnement mais n'avons pas vocation à modifier drastiquement notre stratégie d'investissement au gré des événements macroéconomiques ou politiques.

Les fondamentaux des entreprises doivent à tout moment rester au cœur de nos préoccupations. Il ne s'agit pas pour nous de modifier l'ensemble du portefeuille en fonction d'événements précis mais bien de répondre à une question clé : quel est l'impact de ces événements sur la capacité bénéficiaire des entreprises dans lesquelles nous investissons ?

Quelle est votre perception de l'environnement macroéconomique en vigueur ?

Léon : J'applique cette stratégie d'investissement depuis plus de 15 ans. Sur cette période, j'ai observé deux changements majeurs :

- Nous sommes, depuis de très nombreuses années, dans un climat séculaire de baisse des taux. Ainsi, les taux d'intérêt négatifs résultent directement des politiques monétaires ultra-accommodantes opérées par les différentes banques centrales. Le retour à des politiques monétaires plus conventionnelles devrait entraîner une

normalisation des taux qui elle-même aura un impact sur les marchés boursiers dans la mesure où les valorisations reviendront au premier rang des préoccupations des investisseurs.

- Le modèle de globalisation qui s'est mis en place au cours des dernières décennies a probablement atteint ses limites. Les conséquences en sont d'ores et déjà perceptibles avec notamment l'émergence de politiques nationalistes et/ou protectionnistes et le retour de tensions géopolitiques que l'on pensait définitivement enterrées. A mon avis, le développement mondial a été possible grâce au libre-échange et toute marche arrière à ce sujet serait préjudiciable à la croissance mondiale.

Depuis plusieurs années, les actions européennes sont négligées par les investisseurs. Compte tenu de l'environnement actuel, un renversement de tendance est-il possible en 2017 ?

Léon : La décollecte dans les fonds d'actions européennes s'est avérée massive ces derniers mois, atteignant près des 2/3 de ce qui avait été perdu lors de la crise financière. Après une telle tendance négative, il est légitime de penser que seul un rebond est envisageable.

L'environnement dans lequel évoluent les entreprises européennes reste incertain. Nous avons déjà longuement évoqué les risques géopolitiques. Dans le même temps, les indicateurs macroéconomiques tels que la production industrielle et les indices de confiance (par ex. : IFO en Allemagne) pointent vers un optimisme modéré du monde de l'entreprise. Nous sortons par ailleurs d'une période prolongée de stagnation des bénéfices.

Les sociétés européennes se négocient actuellement à des valorisations attractives tant par rapport à leur moyenne historique que comparées à d'autres pays développés, comme les Etats-Unis. Par exemple, le ratio Cours/Bénéfices de Shiller sur 10 ans (basé sur des bénéfices révisés en fonction du cycle) se situe entre 14 et 18 pour les sociétés européennes tandis qu'il est de 25 pour les entreprises américaines. Cela démontre que l'Europe reste sous-valorisée par rapport aux Etats-Unis. L'Europe est également sous-valorisée par rapport à sa propre moyenne historique tandis que le marché américain est dans une situation inverse.

La faiblesse de l'euro pourrait également constituer un catalyseur favorable à une relance de la croissance bénéficiaire des entreprises européennes.

Allan : Ce contexte macroéconomique mitigé plaide en faveur d'une grande sélectivité dans le choix des titres à inclure en portefeuille et est généralement assez favorable à des stratégies « bottom-up » de conviction comme la nôtre.

A notre niveau, nous voyons que les sociétés dans lesquelles nous investissons semblent s'adapter relativement bien à ce nouvel environnement et parviennent à générer la capacité bénéficiaire que nous attendons d'elles.

Vous êtes un ardent défenseur de la gestion active, comment vous positionnez-vous face au succès grandissant des stratégies indicielles ?

Léon : Ces dernières années ont effectivement connu le développement fulgurant des ETF et stratégies passives. En parallèle, beaucoup d'investisseurs et d'analystes reprochent aux gérants actifs leur incapacité (supposée) à générer une surperformance de long terme, constante et reproductible.

Les stratégies passives, de par leur mode de construction de portefeuille, sont totalement déconnectées des fondamentaux et des valorisations des entreprises dans lesquelles elles investissent : elles favorisent une gestion de momentum. En d'autres termes, les ETF / stratégies indicielles vont continuer à acheter des titres chers uniquement parce que leurs cours de bourse s'apprécient. Ce type de stratégie peut donc, le jour où le cours de bourse de ces sociétés stagne, se retrouver avec des sociétés survalorisées en portefeuille. Cela montre à quel point elles sont déconnectées de la réalité fondamentale et sont susceptibles de subir d'importantes pertes. Au final, les fondamentaux sortent toujours vainqueurs ! Par ailleurs, cet afflux massif vers des gestions indicielles entraîne également une augmentation de la volatilité sur les marchés boursiers.

Cette déconnexion ouvre paradoxalement une voie royale aux gérants actifs de conviction car, au plus d'argent sera investi en gestion passive, au plus d'opportunités d'investissement seront négligées, ce qui crée une réelle opportunité pour nous de générer de la valeur.

Selon moi, tout investissement se doit de tenir compte de la réalité économique, souvent complexe, auquel est confrontée une entreprise. Notre valeur ajoutée, en tant que gérant actif réside dans l'analyse approfondie des données à notre disposition et dans l'établissement d'un dialogue direct avec l'entreprise afin de transposer cette réalité économique en valorisation cible.

Je reste donc totalement confiant dans l'avenir de la gestion active même si nous devons nous attendre, dans les années à venir, à une réduction du nombre de fonds disponibles en faveur des gestions se distinguant réellement des indices boursiers et stratégies indicielles.

La seconde moitié de l'année 2016 a marqué un retour en force des stratégies « Value », pensez-vous qu'il s'agit du début d'un nouveau cycle ou est-ce seulement une embellie passagère ?

Léon : Chez European Capital Partners, cela fait plusieurs mois que nous estimions que, malgré la persistance de taux bas, les approches « Value » allaient tôt ou tard retrouver leurs lettres de noblesse ; les investisseurs ne pouvant pas ignorer indéfiniment l'importance des valorisations.

Historiquement, les styles d'investissement évoluent sur des cycles longs. Après une longue période de sous-performance, nous percevons, en effet, depuis l'été dernier quelques signes encourageant pointant vers un retour en grâce des stratégies de type « Value ».

En tant qu'investisseur de long terme, je trouve intéressant de prendre du recul et d'analyser les conditions de marché dans une perspective historique afin d'évaluer la solidité et la pérennité de ce changement de paradigme.

Le dernier cycle « Value » a débuté en 2000 alors que les conditions macroéconomiques étaient en voie de stabilisation suite à la crise asiatique de 1998 et que les valorisations d'un certain nombre de titres « glamours » étaient largement exagérées entraînant l'éclatement de la bulle Internet. Ce cycle favorable a perduré jusqu'en 2007-2008 et l'avènement de la plus grande crise financière depuis la 2^e guerre mondiale dont les impacts sur le secteur bancaire et l'économie réelle sont encore perceptibles actuellement.

Après une paralysie initiale et un point bas en mars 2009, les marchés actions européens ont connu un formidable rebond principalement guidé par des sociétés dites de qualité offrant une certaine visibilité quant à la croissance.

Cette longue traversée du désert pour les actions « Value » s'explique principalement par l'environnement de taux plancher résultant de l'injection massive de liquidités dans le marché par les Banques Centrales. En quête de rendement, les investisseurs se sont rués, sans se préoccuper du prix à payer, vers des entreprises dotées d'une croissance prévisible des bénéfices. Les valorisations de certaines de ces sociétés ont ainsi atteint des niveaux records. Aux Etats-Unis, l'énorme succès boursier des sociétés FANG (Facebook, Amazon, Netflix et Google) illustre parfaitement cette tendance.

2016 marque très certainement un tournant : les premiers mois ont montré des signes précurseurs d'un renversement de tendance. Et même si, les turbulences liées au Brexit ont ralenti le processus, la tendance s'est clairement inversée après l'été comme l'illustre la surperformance de plus de 10% du MSCI Europe Value par rapport au MSCI Europe Growth depuis fin septembre 2016.

Cette évolution nous sommes très logique car, alors que les conditions macroéconomiques se stabilisent progressivement, les valorisations de nombreux titres de qualité ne se justifient absolument pas par leurs fondamentaux. Dans ce contexte, les titres dits « Value » offrent un meilleur rapport de risque/rendement.

Allan : Mais prudence ! Dans ce contexte, la sélectivité reste de mise. Le retour de balancier en faveur des actions « Value » a été particulièrement brusque ces derniers mois, donc peu discriminant.

Au final, ce qui doit importer lors d'un investissement c'est le prix payé pour les bénéfices obtenus. De ce point de vue, il est indispensable d'assister à une reprise de la croissance bénéficiaire en Europe pour confirmer pleinement ce retour en grâce des stratégies « Value ». Et à ce niveau-là, il ne suffit pas pour une entreprise d'appartenir à un segment dit « Value » pour représenter une opportunité d'investissement attractive...L'analyse approfondie des fondamentaux reste donc notre priorité afin d'éviter les pièges de valorisation.

Quelles sont actuellement vos principales orientations en termes de gestion de portefeuille ?

Léon : Tout d'abord et comme vient juste de le dire Allan, le regain actuel des stratégies « Value » ne doit pas nous faire perdre de vue les grands principes de notre philosophie d'investissement.

Notre approche est systématique et se concentre sur des sociétés dont la capacité bénéficiaire est sous-valorisée et qui offre une marge de sécurité significative par rapport à leur valeur intrinsèque. Une fois investis, nous surveillons le titre et, si tout se passe bien, le gardons en portefeuille jusqu'à ce que la marge de sécurité se referme ; cela prend généralement entre 4 et 5 ans. Une fois le cours cible atteint, nous soldons notre position.

Nous implémentons cette stratégie par le biais d'une gestion active de conviction et de long terme dotée d'une grande flexibilité en termes de positionnement tant d'un point de vue sectoriel et géographique que de capitalisation de marché.

C'est l'application rigoureuse de ce processus d'investissement et de construction de portefeuille qui nous a permis, au fil des ans, de générer une performance consistante à long terme quelles que soient les conditions de marché.

Allan : Notre style de gestion discipliné n'a pas grand-chose à voir avec les stratégies « deep value » qui se concentrent sur des sociétés décotées par rapport à leur valeur de liquidation. Ces approches comportent, d'après nous, un risque trop important de tomber dans des pièges de valorisation. Nous privilégions donc une approche fondée sur la recherche d'entreprises de qualité dont la capacité de générer des flux de trésorerie disponible est provisoirement sous-valorisée.

Cette stratégie se traduit par des caractéristiques de portefeuille bien précise privilégiant des entreprises généralement plus profitables et dotées de bilan plus sains que la moyenne.

Comment tout cela se résume-t-il en termes de changements au sein du portefeuille durant 2016 ?

Allan : Cette année nous avons initié 9 nouvelles positions et avons clôturé nos investissements dans 7 entreprises.

Leurs cours de bourse ayant atteint notre objectif de prix, nous avons soldé nos positions dans *adidas*, *Jeronimo Martins*, *Diasorin* et *Carl Zeiss Meditec*. Nous avons également vendu nos positions dans des sociétés dont l'évolution était problématique tant pour elle-même que pour nous, investisseurs.

Au niveau des achats, nous avons notamment investi dans des sociétés solides d'ingénierie allemande telles que *Dürr* et *Krones*. Nous avons également profité de la forte baisse du titre *Novo Nordisk* pour investir dans cette société dont le potentiel à long-terme de génération de cash-flow est selon nous actuellement largement sous-évalué.

Léon : Comme vous le voyez, nous avons été actif dans des segments de marché très variés et restons guidés par le désir d'éviter les sociétés survalorisées et de favoriser les entreprises actuellement sous-valorisées. En termes d'exposition sectorielle, au travers de la sélection de titres individuels, nous avons progressivement augmenté notre exposition au secteur Industriel au détriment du secteur de la Consommation Non Cyclique.

Voilà maintenant deux ans que vous avez lancé vos stratégies européennes sous le label ECP, quel premier bilan pouvez-vous en tirer ?

Allan : La performance de notre stratégie classique long-only sur ces deux années est supérieure à celle du marché dans son ensemble tandis que notre stratégie « hedgée » a démontré sa capacité à limiter les risques de baisse et surtout à réduire la volatilité des marchés.

L'année 2016 s'avère d'ailleurs excellente. A quelques jours de la fin de l'année, notre stratégie long-only a généré une performance absolue de plus de 6% tandis que notre stratégie « hedgée » enregistre une hausse de plus de 5%. Il s'agit là d'une surperformance 3% à 4% par rapport au marché des actions européennes, et cela avec une volatilité largement inférieure.

Ces résultats sont la conséquence directe de nos investissements dans des entreprises dotées de fondamentaux solides et de valorisations attractives.

Léon : Mon souhait en rejoignant ECP était de pouvoir revenir aux sources de l'investissement Value et d'offrir aux investisseurs une stratégie qui reste, en tout temps, fidèle à sa philosophie d'investissement au travers d'une gestion active, flexible et de conviction.

Les résultats obtenus jusqu'à maintenant démontrent la pertinence de ce souhait et la valeur ajoutée de ce positionnement. Puissent les années qui viennent me conforter dans cette conviction !

