

ACTUALITÉ ET ANALYSES DES MARCHÉS FINANCIERS

Jeudi 9 novembre 2023

À propos d'un gamin, de dilemmes et de convictions

Steve Glod, Fund Manager Japanese Equities

Dans un récent article de blog intitulé « Le dilemme d'un gérant », notre Chief Investment Officer Guy Wagner a évoqué l'éternel dilemme auquel est confronté un gérant. Il s'agit essentiellement de choisir entre deux approches : jouer sur la performance relative en achetant des actions qui ont sur le moment la faveur des investisseurs, avec le risque de ne pas en sortir à temps, ou jouer sur le long terme en s'en tenant à une méthodologie éprouvée au risque de sous-performer et de perdre des clients avant que le marché ne se retourne. Du point de vue d'un gestionnaire de fonds d'actions chez BLI, la question ne devrait même pas se poser : nous ne voyons pas d'alternative à cette dernière approche.

Permettez-moi de commencer par une petite anecdote. En 2014, ma femme et moi étions assis avec notre fils, alors âgé de 7 ans, dans un café Starbucks à Londres. Je lui ai raconté qu'il possédait une partie de cette entreprise (Starbucks étant l'une des sociétés dans lesquelles j'investissais pour lui) en lui expliquant que pour chaque café vendu ici, une infime partie des recettes finirait un

jour ou l'autre dans sa poche, sous forme de dividendes ou en contribuant à augmenter la valeur de l'entreprise. C'était évidemment une révélation captivante pour lui.

Pour les investissements de mon fils, je me suis toujours tenu à l'approche consistant à acheter des entreprises qui bénéficient d'un avantage compétitif et qui ont des perspectives de croissance attrayantes à long terme, tout en restant dans la simplicité : il n'y a aucune entreprise dans son portefeuille pour laquelle je ne peux pas lui expliquer en une phrase ce qu'elle fait et pourquoi elle le fait bien.

Cette approche de l'investissement est également appliquée chez BLI. Des concepts clés tels que « keep it simple », « investir dans ce qu'on comprend », « génération de cash-flows élevés et récurrents », « rentabilité élevée » sont des éléments qui gouvernent nos décisions d'investissement. Nous recherchons des entreprises qui bénéficient d'avantages concurrentiels durables (savoir-faire technologique, rétention des clients, effets de réseau, économies d'échelle ou marque forte), ce qui leur permet de créer de la valeur pour l'actionnaire. Nous sommes convaincus que la sélection de ces entreprises de qualité, tout en gardant un œil

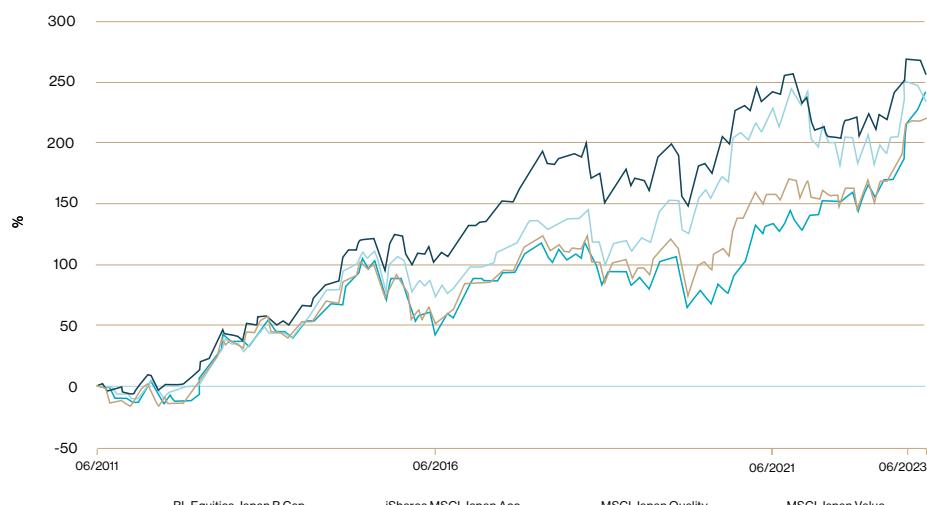
sur la valorisation, conduira à des gains solides pour les investisseurs sur le long terme.

L'histoire nous a donné raison. Je gère le fonds BL Equities Japan depuis sa création en juin 2011 et les résultats sont bons (**gr. 1**). Le fonds (BL Equities Japan B Cap) a réalisé une performance d'environ 260 % du 30 juin 2011 au 30 septembre 2023, ce qui équivaut à un rendement annuel d'environ 11 %.

Du point de vue des investisseurs, ce résultat devrait être le seul qui compte : de combien mon argent s'est-il apprécié à long terme ? Mon fils est heureux quand il voit la performance de ses actions et quand il voit combien elles se sont appréciées depuis qu'il les possède. Sa seule comparaison c'est le compte d'épargne alimenté principalement par ses grands-parents, qui fait pâle figure. Il n'a d'ailleurs jamais posé la question : « Combien les autres ont-ils gagné avec leurs actions ? »

C'est pourtant la question la plus fréquemment posée aux gestionnaires de fonds. Nous sommes constamment comparés aux indices et aux ETF sous-jacents qui dominent de plus en plus l'environnement de marché.

Graphique 1



Source: Bloomberg



Le temps est l'ami de la merveilleuse entreprise, l'ennemi de la médiocre. “

Warren Buffett

Sur le long terme, nous ne craignons pas cette comparaison : depuis sa création, BL Equities Japan a obtenu des rendements supérieurs à ceux du marché avec une volatilité plus faible.

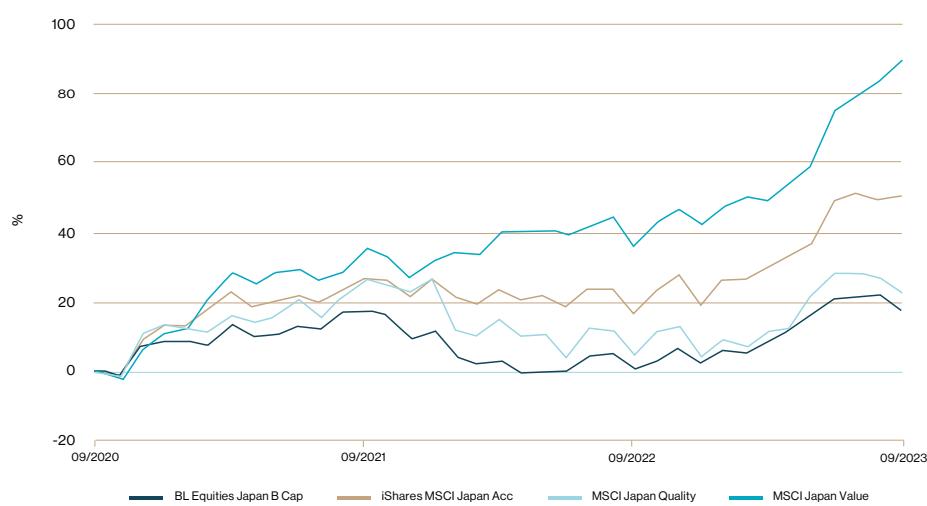
Mais c'est à court et moyen terme que les choses peuvent se compliquer, car notre approche conduit à des portefeuilles très différents des grands indices de marché. De manière très simplifiée, nos quelque 50 investissements au Japon peuvent être classés comme suit : une base solide d'entreprises défensives générant des flux de trésorerie élevés et récurrents, accompagnée de leaders du marché dans des domaines prometteurs tels que l'automatisation, la transformation numérique, la technologie médicale ou des niches de croissance spécifiques. Des segments de



À court terme le marché boursier se comporte comme une machine à voter, mais à long terme, il agit comme une balance. “

Benjamin Graham

Graphique 2



Source: Bloomberg

marché entiers comme les banques, les compagnies d'assurance, les services publics et l'immobilier ne sont pas représentés et le comportement du portefeuille dans les différentes phases du marché est souvent très différent de celui de marché. Il est, par exemple, beaucoup plus étroitement corrélé au style *Quality* (achat d'entreprises sur la base de fondamentaux solides) qu'au style *Value* (achat d'entreprises parce qu'elles sont bon marché). À ce stade, il convient de souligner que si la valorisation est un élément important de notre méthodologie, les entreprises typiquement représentées dans les indices *Value* ne sont pas celles que nous ciblons. Elles sont bon marché parce que leurs fondamentaux sont de piètre qualité, elles sont souvent déficitaires en période de ralentissement cyclique et sont, en général, des actifs plus risqués, donc pas le type de sociétés que nous voulons détenir sur de longues périodes.

À court terme le marché boursier se comporte comme une machine à voter, mais à long terme, il agit comme une balance. “

Mais elles peuvent avoir leur heure de gloire et il est impossible de prédire la durée de ces périodes. Au cours des trois dernières années, nous avons assisté à un retour en grâce des actions *Value* au Japon, ce qui a entraîné une sous-performance significative du fonds. Là encore, si l'on ne tient pas compte de la performance relative et que l'on se place du point de vue de l'investisseur qui ne s'intéresse qu'à l'appréciation de son propre patrimoine, les résultats sur cette période de trois ans sont satisfaisants : le fonds s'est apprécié de 17,5 %, ce qui équivaut à un rendement annuel de 5,5 % (**gr. 2**).

C'est en comparaison avec le marché que les choses se gâtent. Certains des facteurs expliquant la sous-performance de nombreux fonds de BLI ont été abordés dans l'article récent de Guy Wagner. Ils sont liés en partie à la résilience de l'économie mondiale (qui, il est vrai, a pris certains d'entre nous à contre-pied), à l'écart entre les fondamentaux des entreprises et les réalités économiques, à l'engouement pour l'achat de trackers indicuels et à l'augmentation des taux d'intérêt. Plus spécifiquement au Japon, l'accent a été

Graphique 3



Source: Bloomberg

mis ces dernières années sur les titres Value. Cela s'explique en grande partie par le fait que la surperformance des actions de qualité entre 2015 et 2020 a entraîné un écart de valorisation important entre les deux styles, ouvrant la voie à ce qui s'est passé entre 2020 et aujourd'hui.

Les actions de moindre qualité, que l'on trouve principalement dans la catégorie Value, ont enregistré une surperformance significative, soutenue par l'appétit accru des investisseurs pour les entreprises plus cycliques et les sociétés dotées de structures complexes et susceptibles de se restructurer.

Les entreprises très bon marché, mais de faible qualité, pour lesquelles les acteurs du marché voient un potentiel d'amélioration de leur rentabilité dérisoire, ont également obtenu d'excellents résultats. Si la sélection de ces titres peut constituer une approche possible de l'investissement, nous ne la partageons pas.

Pour illustrer cela, les graphiques suivants montrent la performance, à la fois sur une période longue (**gr. 3**) et une période courte (**gr. 4**), de trois titres présents dans le portefeuille depuis plus de 10 ans. Il ne s'agit ni des meilleures ni des pires performances

sur ces périodes, mais ces titres aident à expliquer ce qu'il s'est passé.

Unicharm est un fabricant de produits d'hygiène corporelle et l'une des entreprises les plus défensives du portefeuille. Elle domine le marché des couches pour bébés et de produits de soins féminins dans plusieurs pays asiatiques. Bien que son action ait enregistré d'excellentes performances sur le long terme, elle a commencé à souffrir à partir du début de 2021, lorsque le rebond post-Covid a favorisé des valeurs plus cycliques. La thèse à long terme reste intacte et l'entreprise est bien positionnée pour bénéficier de tendances structurelles telles que l'essor des classes moyennes dans des pays émergents comme l'Inde et le Vietnam.

Sysmex est le leader mondial du marché des analyseurs hématologiques. Ces instruments médicaux permettant d'analyser le nombre, le type et la taille des éléments présents dans le sang, tels que les globules rouges et blancs. Le titre a vu son cours corriger depuis le début de l'année 2022, lorsque la hausse des taux d'intérêt a commencé à vraiment peser sur les valeurs à forte croissance. Certes, les multiples de marché pour ce type de sociétés étaient probablement trop élevés, mais la sentence a été sévère. Les perspectives pour Sysmex restent intactes : elle est bien positionnée pour bénéficier de facteurs de croissance structurels tels que le vieillissement de la population dans les pays développés et un meilleur accès aux soins de santé dans les marchés émergents.

Fanuc est un fabricant d'équipements d'automatisation industrielle, principalement des robots industriels et des systèmes de commande numérique informatisée (CNC), qui permettent le contrôle et la surveillance automatisés des outils d'usinage dans les processus de fabrication. Dans ce domaine, Fanuc détient une part de marché mondiale considérable, de l'ordre de 50 %. Bien que le titre ait évolué de manière relativement proche du marché mondial en raison de sa nature plus cyclique, il a sous-performé de manière significative depuis la mi-mai, lorsque la surperformance du style Value (et la correction associée de la qualité) est passée à la vitesse supérieure. Fanuc reste bien positionnée pour une croissance à long terme. L'automatisation des usines devrait bénéficier de tendances structurelles telles que la pénurie de main-d'œuvre due au vieillissement de la population et la relocalisation de la fabrication dans les pays développés, ainsi que la nécessité d'automatiser les usines dans les pays émergents en raison de l'augmentation du coût de la main-d'œuvre.

Graphique 4



Source: Bloomberg

Bien que le portefeuille soit composé d'un groupe d'entreprises plus diversifié que celui présenté ici, ces trois entreprises sont représentatives de celles que nous continuerons à détenir. Il n'est pas question de changer d'approche et de jouer le jeu de la performance relative en recherchant les titres qui ont connu un bon parcours au cours des dernières années. Je suis convaincu que nous serions condamnés à échouer lamentablement, car ce n'est tout simplement pas là que se situent nos convictions et nos compétences.

À ce stade, il est important de préciser que le fait d'être des investisseurs à long terme ne signifie pas que nous ignorons ce qui se passe dans l'économie et sur les marchés ! Un exemple : au cours de l'année écoulée, nous avons acheté plusieurs sociétés productrices de biens qui devraient bénéficier de l'augmentation des dépenses d'infrastructure et des dépenses d'investissement dans un contexte d'inflation structurellement plus élevée. Il s'agit de l'une de nos thèses de long terme. Nous avons acheté Tokyo Electron et Advantest, qui produisent des équipements pour la production de semi-conducteurs; Air Water, qui produit des gaz industriels; Minebea Mitsumi, qui produit des roulements miniatures et des composants électroniques; Ebara, un important producteur de pompes industrielles; Kubota, qui produit des machines agricoles et Kansai Paint, qui produit des peintures principalement pour les secteurs de l'automobile et de l'architecture. Comme toujours, il s'agit d'entreprises de qualité, souvent leaders sur leur marché, que nous achetons non pas parce que nous espérons qu'elles nous sauveront la mise à court terme, mais dans une perspective refléchie de long terme.

www.blinvestmentsblog.com

BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tél. : (+352) 26 26 991

Pour suivre nos analyses des marchés financiers et l'évolution macro-économique : consultez le blog www.blinvestmentsblog.com et abonnez-vous à la newsletter.

Ce document a été rédigé par BLI - Banque de Luxembourg Investments ("BLI"), avec la plus grande attention et le plus grand soin. Les visions et opinions formulées dans cette publication sont celles de leurs auteurs et ne doivent en aucun cas lier BLI.

Les informations économiques et financières incluses dans cette publication sont communiquées à des fins d'information uniquement sur la base des informations connues à la date de publication. Ces informations ne constituent pas un conseil d'investissement ou une incitation à investir, ni ne doivent être interprétées comme des conseils légaux ou fiscaux. Chaque information doit être utilisée avec la plus grande précaution. BLI ne donne aucune garantie quant à l'exactitude, la fiabilité, la récence ou l'exhaustivité de ces informations. La responsabilité de BLI ne pourra pas être invoquée du fait de la fourniture de ces informations ou en tant que résultante d'une décision prise par une personne, que celle-ci soit cliente de BLI ou non, basée sur ces informations, cette personne restant seule responsable de ses propres décisions. Les personnes intéressées doivent s'assurer qu'elles comprennent les risques inhérents à leurs décisions d'investissement et doivent s'abstenir d'investir tant qu'elles n'ont pas soigneusement évalué, en collaboration avec leurs propres conseillers professionnels, l'adéquation de leurs investissements à leur situation financière spécifique, en particulier concernant les aspects légaux, fiscaux et comptables.

Il est également rappelé que les performances passées d'un instrument financier ne préjugent en rien des performances futures. Toute reproduction de ce document est soumise au consentement écrit et préalable de BLI.

Auteur : Steve GLOD, gérant du BL Equities Japan, info@bli.lu
Date finale de rédaction : 8 novembre 2023.
Date de publication : 9 novembre 2023 à 09h00.
L'auteur de ce document est employé par BLI - Banque de Luxembourg Investments, une société de gestion agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier Luxembourg (CSSF).