



# Sparinvest : l'investissement en titres « value » en période de reprise

*Etant donné que les marchés boursiers anticipent les cycles économiques et que les titres « value » bon marché ont tendance à surperformer les autres titres à mesure que les pays sortent de la récession, les titres « value » représentent sans conteste la classe d'actifs qu'il faut surveiller pour identifier les prémices d'une reprise économique. C'est l'avis de Sparinvest, le gestionnaire de fonds danois, dont l'équipe d'analystes a récemment analysé le comportement des titres « value » par rapport à leurs équivalents « growth » durant plusieurs récessions, et qui en a conclu que les premiers tendaient à être les grands gagnants de l'amélioration des conditions économiques.*

Henrik Amilon Ph.D., Senior Research Analyst (Analyste financier senior), mise à jour octobre 2009

Pour les maisons d'investissement telles que la société Danoise Sparinvest, il est essentiel de connaître les secrets des stratégies d'investissement gagnantes. C'est la raison pour laquelle Henrik Amilon, Senior Research Analyst chez Sparinvest, a étudié la performance des actions « value » et « growth » durant 80 années de récession pour déterminer l'effet de telles périodes sur les deux stratégies. M. Amilon en est arrivé à la conclusion suivante : « Les actions « value » peuvent certes sous-performer pendant les récessions mais elles sont plus susceptibles de rebondir fortement lorsque les perspectives économiques commencent à s'améliorer. »

La recherche Académique a conclu que, sur la plupart des périodes de 5 ans, les actions « value » (c'est-à-dire les titres dont le ratio cours/valeur comptable est inférieur à la moyenne du marché) avaient tendance à générer des performances supérieures à celles des titres « growth » plus onéreux. Cette constatation fait de l'investissement « value » une stratégie invariablement gagnante sur le long terme. Mais pourquoi est-elle si efficace et pourquoi les investisseurs n'exploitent-ils pas de telles connaissances ? C'est sur ces points que les théoriciens sont en désaccord. Il existe deux écoles de pensée principales.

- Les partisans de la « théorie du marché efficient » traditionnelle pensent que les prix des investissements plus risqués doivent offrir aux investisseurs des perspectives de plus-values plus élevées, faute de quoi ils n'investiront pas dans de tels titres. Ils estiment que les actions « value » sont plus risquées

par nature et ne deviennent donc attrayantes pour les investisseurs que si elles sont accessibles à des prix bon marché et qu'elles offrent une décote. Ainsi n'existe-t-il aucune divergence en matière de prix. Les actions « value » doivent être meilleur marché.

- Les adeptes de la finance comportementale, quant à eux, pensent que la surperformance régulière de l'investissement « value » est l'anomalie qui réfute la théorie du marché efficient. Ils sont convaincus que nous sommes psychologiquement programmés pour nous détourner de ce qui est peu attrayant et pour être attirés par ce qui est prestigieux et populaire, même en matière d'investissement. Ces tendances comportementales humaines représentent autant de sources d'erreurs de valorisations pour les investisseurs « value » car le potentiel bénéficiaire des sociétés peu prisées par le marché est souvent ignoré.

Que se passe-t-il donc en période de récession ? Pourquoi les titres « value » sont-ils considérés comme sous-performants par rapport au marché à l'approche d'une récession et surperformants lorsque les perspectives s'améliorent ?

Pour appuyer la théorie financière traditionnelle selon laquelle la prime liée à l'investissement « value » représente tout simplement une compensation par rapport au risque encouru, Henrik Amilon cite le théoricien Lu Zhang<sup>1</sup>. M. Zhang suggère que, pendant les périodes de ralentissement économique, la réversibilité de la production est

1) Zhang L., 2005, The value premium, Journal of Finance 60, 67-103, et Petkova, R. et L. Zhang, 2005, Is value riskier than growth?, Journal of Financial Economics 78, 187-202.

plus onéreuse pour les titres « value » que pour les titres « growth ». Ceci s'explique par le fait que les titres « value » possèdent généralement des actifs immobiliers déjà investis tels que des immeubles de bureaux, des usines de production et des effectifs importants, tandis que les sociétés « growth » disposent seulement « d'options de croissance ». De toute évidence, il est moins cher d'inverser des projets d'expansion théoriques. Aussi les sociétés « growth » peuvent-elles réagir bien plus facilement et à moindres coûts en cas de récession. A mesure que s'améliore la situation économique, toutefois, les sociétés « value » sont en mesure de réagir plus rapidement à l'accroissement de la demande en réactivant tout simplement leurs immobilisations, tandis que les sociétés « growth » ont toujours besoin d'engager des dépenses d'investissement massives pour acquérir de tels actifs.

Les partisans de la finance comportementale, à l'inverse, offrent une explication basée sur la psychologie. Ils

soutiennent que les cours des actions sont déterminés par l'interaction d'investisseurs rationnels et irrationnels sur les marchés. Les deux types d'investisseurs peuvent faire des erreurs de jugement systématiques, surtout dans un contexte de risque et d'incertitude accrus. Or ces erreurs affectent les cours boursiers. Par exemple, les investisseurs rationnels peuvent se heurter à des « limites d'arbitrage ». Ils peuvent être convaincus que le cours d'une action va augmenter mais leur horizon d'investissement est trop court pour que leurs prévisions se réalisent. Or, d'après la fameuse phrase de Keynes « Les marchés peuvent se montrer irrationnels plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable ». Les investisseurs irrationnels, quant à eux, sont attirés par des facteurs tels que le prestige et la popularité. Ils sont donc susceptibles de payer plus cher les titres de sociétés dont les fondamentaux sont médiocres, mais les relations publiques solides. A terme, à mesure que s'atténue la menace d'une récession, le marché prend le

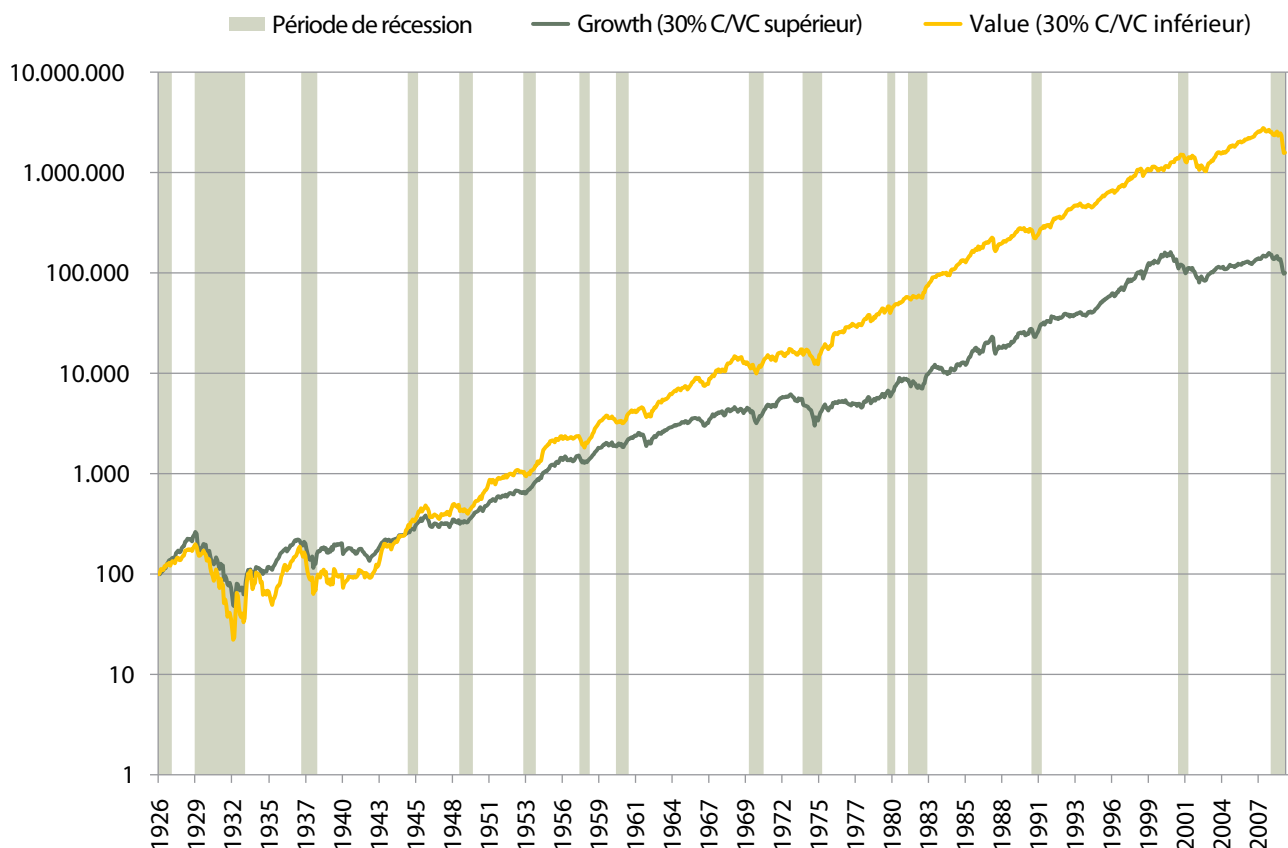


Illustration : les actions « value » et « growth » en période de récession : 100 dollars US investis de décembre 1926 à janvier 2009 (récessions définies par le NBER - National Bureau of Economic Research). Source : Sparinvest

temps de réévaluer les fondamentaux et converge pour prendre une décision rationnelle concernant la valeur d'un titre. C'est là que les actions « value » tirent leur épingle du jeu.

Henrik Amilon, de Sparinvest, souligne que si certaines analyses théoriques montrent que les actions « value » sont plus risquées que les actions « growth » pendant une récession, ces analyses ne sont pas extrêmement solides et sont certainement insuffisantes pour justifier l'intégralité de la prime importante qui est historiquement liée à ces titres. C'est pourquoi M. Amilon pense que des effets aussi bien rationnels que comportementaux entrent en jeu sur les marchés financiers d'aujourd'hui. Il fournit à l'appui le graphique ci-dessous qui souligne la performance des actions américaines « value » et « growth » de décembre 1926 à janvier 2009, sur fond de récessions économiques intervenues pendant cette période.

« On voit clairement que les actions « value » ont fortement sous-performé pendant la Grande dépression et la récession ultérieure de 1937 », indique-t-il. « Naturellement, toutes les récessions sont comparées à la « Grande récession ». On peut donc concevoir qu'il existe ici un « problème d'héritage » pour les actions « value », et l'impression qui en ressort est qu'elles affichent toujours les performances les plus faibles pendant une récession. Le graphique montre toutefois clairement que, la plupart du temps, la différence n'est pas énorme entre le comportement des actions « value » et « growth » pendant une telle période. Les deux catégories souffrent. Un examen plus approfondi révèle que, même si la surperformance relative des actions « value » par rapport aux actions « growth » est plus limitée à l'aube d'une récession qu'en temps normal, les titres « value » demeurent supérieurs en termes absolus. De même, à la sortie des récessions, la prime des titres « value » est supérieure à sa moyenne. L'essentiel, c'est ce qu'il se passe à long terme et là, tout investisseur qui aura évité les titres « value » paiera très cher une telle stratégie. La valeur finale du portefeuille « value » est plus de 10 fois supérieure à celle du portefeuille « growth » ! Donc, sauf si un investisseur est plus apte à prévoir les récessions que le marché, il peut payer très cher une éventuelle aversion envers les actions « value ».

#### Mise à jour octobre 2009

Le National Bureau for Economic Research (NBER) est un organisme de recherche dont la mission consiste à promouvoir une meilleure compréhension du fonctionnement

de l'économie. Le NBER a calculé que le point bas du dernier cycle économique avait été atteint en août 2009. Par conséquent, M. Amilon a actualisé ses travaux de recherche pour couvrir 15 cycles économiques complets. Il a également calculé les performances annuelles moyennes des titres « value » et de leurs homologues « growth » entre octobre 1926 et août 2009 afin de placer l'étendue de la prime des titres « value » dans une perspective historique.

Sur la base des données relatives à 15 cycles économiques complets, Henrik Amilon conclut que :

- Les récessions ne représentent qu'une petite partie (tout juste supérieure à 20 %) d'un cycle économique. Entre décembre 1926 et août 2009, les variations à la baisse ne représentent que 215 mois sur un total de 993.
- Ce n'est qu'en début de récession que les actions en général génèrent des performances négatives.
- Ce n'est qu'en fin de récession que les actions « value » sous-performent les actions « growth », cette sous-performance étant toutefois modérée. Pendant toutes les autres phases, le style « value » obtient de meilleurs résultats.
- Pendant les phases d'expansion, les actions « value » ont eu une excellente performance.

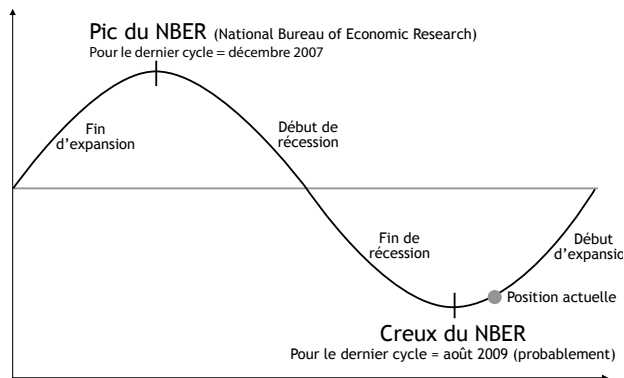
#### Performances annuelles moyennes de décembre 1926 à août 2009

Type de cycle	Action « growth »	Action « Value »
Début d'expansion	39.5%	57.1%
Fin d'expansion	32.1%	56.2%
Début de récession	-13.3%	-12.0%
Fin de récession	10.9%	8.0%

« Les chiffres montrent clairement qu'en moyenne les actions « value » se sont exceptionnellement bien comportées pendant les périodes d'expansion économique », affirme M. Amilon.

« Il semblerait donc que, pour réaliser les plus-values les plus élevées, les investisseurs doivent adopter une stratégie d'investissement « value » dès les prémices d'une reprise économique. »

## Phases du cycle économique



Afin de déterminer la performance sur différentes phases du cycle économique, le nombre de mois entre les pics et les creux (défini par le NBER) est divisé en deux parts égales indiquant le début de récession et la fin de récession. La même méthode est appliquée pour les périodes entre les creux et les pics dans le but de distinguer les phases de début d'expansion et de fin d'expansion.

*Henrik Amilon est Analyste financier senior au sein du service Allocation d'actifs de Sparinvest. Il est titulaire d'un diplôme de physique appliquée à l'ingénierie et d'un doctorat en finance obtenu à l'Université de Lund, en Suède. M. Amilon occupe également des postes d'économiste senior à la Banque centrale européenne et de professeur associé à la faculté de finance et de gestion de l'Université de Sydney.*

Voir aussi:

<http://www.youtube.com/watch?v=Q0dmlNlrZ0>

### ■ A propos de Sparinvest

Fondée en 1968, Sparinvest est l'une des premières sociétés indépendantes de gestion d'actifs au Danemark. Elle gère des actifs évalués à près de 12 milliards d'euros (à fin septembre 2009), y compris l'un des plus gros fonds en actions du Danemark, et fournit des conseils en investissement.

Détenue aujourd'hui par une vaste gamme d'actionnaires institutionnels, Sparinvest est libre de poursuivre sa propre philosophie et son propre style d'investissement dans le but de fournir des « investissements prudents » à ses clients.

En 2001, Sparinvest S.A. a été fondée au Luxembourg et un certain nombre de fonds domiciliés au Luxembourg ont été lancés à des fins de distribution dans toute l'Europe. La SICAV Sparinvest, un fonds à compartiments multiples conforme à la norme OPCVM III, est désormais autorisée à la distribution dans 16 pays européens.

Sparinvest s'est forgé une excellente réputation au sein du secteur des investissements grâce au succès de son approche d'allocation d'actifs stratégique appliquée à la construction de portefeuilles destinés aux mandats d'investissements et grâce à son historique remarquable en matière d'investissement en titres « value ».

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantant des résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.