

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Donner du sens à la gestion value

Être capable de financer les engagements à long terme de ses clients et surperformer un indice doivent être des objectifs quand on cible les entreprises sous-cotées

La plupart des gérants actifs s'efforcent de surperformer un indice. S'ils y parviennent, ils seront plébiscités par leurs clients et les médias.

Néanmoins, les stratégies axées sur la valeur relative des titres ne répondent pas nécessairement aux besoins des investisseurs. Les investisseurs institutionnels veillent à ce que leurs investissements soient alignés sur leurs besoins de trésorerie. Or même une performance relative remarquable ne coche pas nécessairement cette case pendant un long marché baissier.

Alors, comment les investisseurs peuvent-ils couvrir leurs engagements à long terme ?

Laisser du temps en contrepartie d'un surcroît de valeur

Pour Vaughan Nelson, la réponse est simple : il s'agit de trouver les entreprises susceptibles de rapporter 50 % sur trois ans aux investisseurs, indépendamment de la conjoncture économique future.

Évidemment, cette philosophie n'est pas simple à mettre en œuvre et cette approche comporte plusieurs volets. Le premier est de fuir les mesures de valorisation relative. Tandis que les autres participants au marché sont obnubilés par le battage médiatique sur les taux d'intérêt, l'inflation et les titres qui surfent sur un effet de mode sur les réseaux sociaux, Vaughan Nelson met résolument l'accent sur les flux de trésorerie sous-évalués par le marché.

« Nous recherchons tout simplement des titres qui offrent un rendement

attrayant et décorrélé », souligne Chris Wallis, directeur général de Vaughan Nelson Investment Management, une filiale de Natixis Investment Managers. La valeur relative nous sert uniquement à confirmer la pertinence de nos analyses de flux de trésorerie sous-évalués. »

La performance prend sa source dans l'un ou l'autre des domaines de recherche suivants : déceler les entreprises dont la croissance des bénéfices, les actifs ou les dividendes n'ont pas atteint leur plein potentiel. Après cela, il faut attendre.

Wallis ajoute : « Nous sommes prêts à patienter en échange d'un surcroît de valeur. Un horizon d'investissement plus long nous permet de tirer parti de la volatilité et des anomalies de cours transitoires. »

Exploiter les trois grandes catégories de titres value

Premièrement, les titres dont la croissance des bénéfices est sous-estimée. Parfois, le marché fait fi de la capacité d'une entreprise à poursuivre ses investissements pendant de longues périodes. Il se peut que ses dirigeants aient des états de service particulièrement convaincants, mais qui ne sont pas appréciés à leur juste valeur, en matière d'allocation du capital, ce qui leur permet d'obtenir un rendement plus élevé sur les profits réinvestis et de comprendre qu'il vaut mieux parfois rendre la trésorerie excédentaire aux actionnaires plutôt que la réinvestir.

Déceler des actifs sous-évalués relève, au fond, d'une gestion deep value



Chris D. Wallis, CFA, CPA
CEO, CIO & Gérant de portefeuille principal
Vaughan Nelson Investment Management

Points clés :

- Les investisseurs value doivent ignorer les indices et rechercher des entreprises susceptibles de leur rapporter 50 % sur trois ans.
- Pour éviter le retour à la moyenne, les investisseurs doivent rechercher des opportunités à tous les stades du cycle économique sous la forme d'une croissance des bénéfices, d'actifs ou de dividendes sous-évalués.
- Les fluctuations de cours sont souvent alimentées par des opinions sur tel ou tel secteur ou titre, qui peuvent être significativement démenties par la réalité économique. Il est important de combiner l'analyse des fondamentaux et l'analyse macroéconomique pour comprendre les cycles et déceler les thématiques d'investissement non pérennes.

traditionnelle. Il peut s'agir d'une entreprise à l'activité cyclique qui remonte la pente après un trou d'air conjoncturel ou bien d'une entreprise qui refinance sa dette ou qui traverse un autre type de changements structurels. Un point d'inflexion se présente et, soudainement, les flux de trésorerie disponible se redressent. Lorsque le point d'inflexion est passé et que la valeur est réalisée, c'est le moment de sortir. « C'est tout l'intérêt d'avoir trois sources d'alpha distincts, se réjouit Chris Wallis. Chacun d'entre eux exploite un facteur et nous empêche de détenir des titres trop longtemps, au risque d'être pénalisés par un retour à la moyenne lorsque d'autres facteurs deviennent prépondérants. »

Troisième catégorie, celle des dividendes sous-évalués (lorsque le marché néglige un rendement du dividende élevé et pérenne d'au moins 10 %). Pour qu'un dividende soit considéré comme sous-évalué, il faut que la taille du bilan de l'entreprise ne soit pas entamée par le versement du dividende, que le secteur d'activité ait une dynamique stable et que la performance attendue soit majoritairement le fruit du dividende.

Le gros du portefeuille de Vaughan Nelson relève de la catégorie « croissance sous-estimée ». « La croissance sous-estimée est le moyen le plus efficace de faire croître le capital », estime Chris Wallis. Avant la crise financière, les dividendes sous-évalués étaient une composante significative mais depuis lors, ce filon a été largement exploité.

Le rôle de la macroéconomie dans la gestion value

Même si la gestion value consiste principalement à dénicher les bonnes affaires parmi les entreprises, Vaughan Nelson considère que les investisseurs ne peuvent faire abstraction des informations macroéconomiques. « Le travail d'analyse macroéconomique est l'une des choses qui nous distinguent de la plupart des autres gérants value, souligne Chris Wallis.

Il est particulièrement important de comprendre à quel stade des cycles de l'activité économique et du crédit nous nous trouvons et où résident les bulles. Nous négligeons les bruits de marché car ils ne reposent sur rien de réel. » Pour s'en détourner, il faut analyser les titres au travers d'un prisme macroéconomique.

Le cadre d'analyse macroéconomique de Vaughan Nelson vise à prédire les accélérations ou les ralentissements de l'activité économique dans les services et les industries manufacturières, de l'inflation et de l'emploi dans plus de 20 pays. Selon Chris Wallis, ce cadre a

démonstré sa fiabilité sur un horizon de 6 à 12 mois pour les décélérations et sur un horizon de 1 à 3 mois pour les accélérations.

« Il n'y a que deux façons d'influencer la trajectoire des actifs risqués : un changement inattendu de la conjoncture économique ou de l'inflation, souligne-t-il. Le reste, c'est du bruit. »

En général, les prévisions macroéconomiques ne déterminent pas la composition des portefeuilles de Vaughan Nelson. « Je dirais plutôt que nous déterminons où se trouve la valeur future, puis nous nous demandons s'il existe des facteurs macroéconomiques qui empêchent la valeur d'être réalisée », explique Chris Wallis.

Il arrive que l'environnement macroéconomique soit vraiment hostile, comme ce fut le cas avant la crise financière mondiale. « En l'an 2000, nous avons longuement étudié l'environnement macroéconomique, ce qui nous a permis de constater que le secteur privé n'avait pas fini de s'endetter, de sorte que la politique pouvait fonctionner normalement, se souvient Chris Wallis. En revanche, en 2006, nous avons très peur car le système financier et l'immobilier avaient créé tout un tas d'incitations perverses à spéculer sur le crédit hypothécaire et les dérivés de crédit. » Vaughan Nelson a réalisé que l'ère de l'endettement était révolue et qu'une crise systémique était sur le point d'éclater.

Ce type de crise aboutit généralement à la nationalisation du système bancaire et à un manque de liquidité qui a une incidence sur tous les prix. À ce jour, c'est le seul moment où les considérations macroéconomiques ont dicté la construction de portefeuille chez Vaughan Nelson. « Néanmoins, la valeur intrinsèque des entreprises qui ne dépendaient pas du crédit facile était intacte et nous avons conservé nos participations dans certaines d'entre elles, convaincus que cette valeur intrinsèque finirait par être reconnue », ajoute Chris Wallis.

Évaluer l'environnement macroéconomique actuel

Quid de l'environnement macroéconomique actuel et de son impact sur la gestion value ?

Vaughan Nelson entrevoit une récession mondiale possiblement liée à une crise de la dette souveraine. « Nous allons traverser un cycle économique des plus classiques avec une dégradation du crédit et, potentiellement, un grand ménage dans les finances publiques du fait de l'inflation, ainsi qu'une récession », estime Chris Wallis.

D'après lui, nous sommes dans un cycle économique « normal ». Ce cycle peut influencer à la marge les choix de Vaughan Nelson mais les entreprises bien gérées ne dépendent pas de l'argent bon marché et traverseront la récession sans encombre.

En fait, les opportunités ne manquent pas. Par exemple, le processus actuel de démondialisation inquiète de nombreux investisseurs car les chaînes d'approvisionnement internationales s'enrayent. Toutefois, de nouvelles chaînes doivent être créées dans le cadre de ce processus. Partout dans le monde, les pays restreignent l'exportation de puces électroniques, modernisent leur infrastructure numérique et se hâtent de créer des champions nationaux dans le domaine des infrastructures.

Les entreprises qui vendent des biens d'équipement et des services d'infrastructure en profiteront. « Pour chaque perdant, il y a un gagnant », rappelle Chris Wallis.

Constituer des équipes qui dénicher les bonnes affaires que les autres ne voient pas

SPour dénicher de bonnes affaires dans un large éventail d'entreprises internationales, il faut des collaborateurs chevronnés, compétents et impliqués dans tous les aspects de ce métier.

« Nous sommes tous des généralistes ici : même les gérants de portefeuilles effectuent des recherches préliminaires », souligne Chris Wallis. Les compétences requises sont très variées. « Quand on investit au Japon, il faut comprendre la culture locale et cela implique de parler la langue. Nous avons des collaborateurs qui parlent la langue du pays dans lequel ils investissent, ce qui nous permet non seulement d'assimiler les informations mais aussi d'évaluer comment les dirigeants et la culture locale peuvent dicter l'issue d'un investissement.

Tous les gérants de portefeuilles de Vaughan Nelson ont entre 16 et 30 ans d'expérience. « Nous ne recrutons pas de jeunes diplômés et même les analystes de recherche que nous embauchons ont plus de 10 ans d'expérience.

Pas nécessairement dans l'investissement (cela peut être dans l'industrie, la banque, le conseil, etc.). Le but suprême est de maintenir une équipe capable de formuler des idées et de dénicher les bonnes affaires que les autres ne voient pas », conclut-il.

Publié en septembre 2022

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable

Vaughan Nelson Investment Management

Vaughan Nelson Investment Management, L.P., filiale de Natixis Investment Managers S.A., est une société de conseil en investissement enregistrée auprès de la Securities and Exchange Commission américaine (IARD n°106975) et autorisée à fournir des services de gestion aux États-Unis. L'entreprise dirige l'ensemble de ses services destinés aux marchés américain et étrangers depuis les États-Unis.
www.vaughannelson.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital: €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com