

Schroder ISF* European Alpha Absolute Return

Commentaire de gestion

Données à fin février 2018

En bref

Gérant du fonds : Lionel Rayon.

Performance : Le fonds a perdu 3,2 % (part A Acc) sur le mois**.

Revue du marché : L'indice FTSE World Europe a perdu 3,8 % sur la même période.

Perspectives : La hausse de la volatilité à court terme et la rotation technique au détriment des bonnes performances passées sont un signal baissier fort pour le marché actions. Nous n'essayons jamais de prédire la direction du marché. Toutefois, nous devons veiller à ce que, sur le plan du style, toute correction du marché ne nous nuise pas. C'est la raison pour laquelle nous avons réduit le nombre de positions dans la partie la moins liquide de notre portefeuille, car cette classe d'actifs souffre de façon disproportionnée dans un marché baissier.

**Source : Schroders, au 28 février 2018. Performance nette de frais, cours acheteur / cours acheteur, avec réinvestissement du revenu net.

Performance calendaire (%)

	Fonds
2017	0,5
2016	-1,0
2015	7,9
2014	3,2
2013	17,7

Source : Schroders, performance nette de frais, cours acheteur / cours acheteur, avec réinvestissement du revenu net. Part A de capitalisation au 31 décembre 2017.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les cours des actions ainsi que le revenu qui en découle peuvent évoluer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant qu'ils ont investi.

Quelle a été la performance du fonds ?

Le fonds a reculé de 3,2 %* en février. Durant la même période, l'indice FTSE World Europe a chuté de 3,8% et le S&P500 -3,9%. Avec une exposition brute et nette moyenne respectivement de 135% et -1%, le fait que le fonds baisse en même temps que les marchés d'actions n'a donc pas de lien de causalité.

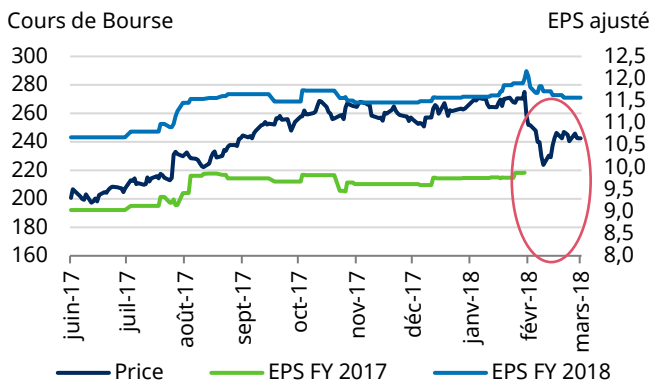
La raison pour laquelle nous avons souffert est la réaction du cours des actions aux publications de résultats, la plus étrange dont nous ayons été témoins. Il y a eu une dislocation complète entre les fondamentaux (les changements que les analystes se sentent obligés de faire dans leurs estimations suite à la publication des résultats) et les performances boursières.

Ce ne sont pas simplement quelques cas isolés (cela peut arriver assez régulièrement) mais un phénomène qui s'est produit de manière généralisée (ce qui est très rare). Je n'ai jamais vécu une telle expérience dans ma vie, car nous avons été pénalisés à plusieurs reprises par des réactions aux communiqués sur les bénéfices que nous ne pouvions pas expliquer, même avec le recul (et encore moins anticiper).

Aussi j'ai joint dans cette note une série de graphiques liés aux actions que nous avons dans nos book longs et courts, tous de même nature : ils indiquent le cours de l'action sur l'axe vertical gauche et le bénéfice par action (EPS) pour 2017 et 2018 (reflétant l'anticipation concernant les bénéfices futurs) à droite. Veuillez prêter attention aux échelles respectives de ces axes afin d'apprécier comment le cours de l'action évolue en fonction des évolutions des fondamentaux (bénéfices).

Lonza a fait une annonce (-3 %) qui était inférieure à nos attentes et à celles du consensus. Oui, c'était une déception, en partie expliquée par la mauvaise communication concernant l'impact de l'acquisition de Capsugel mais il n'y a pas eu de changement sur le business case : l'entreprise reste solide avec un taux de croissance prévisionnel de son EPS d'environ 15 % à moyen terme. Est-ce que cela méritait une telle chute du cours (-17 % au pire moment) ?

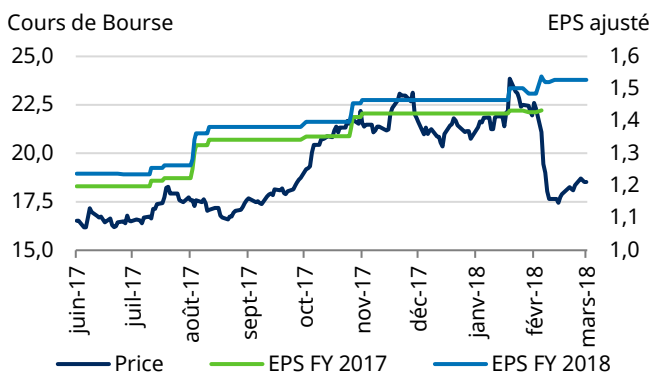
Lonza



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

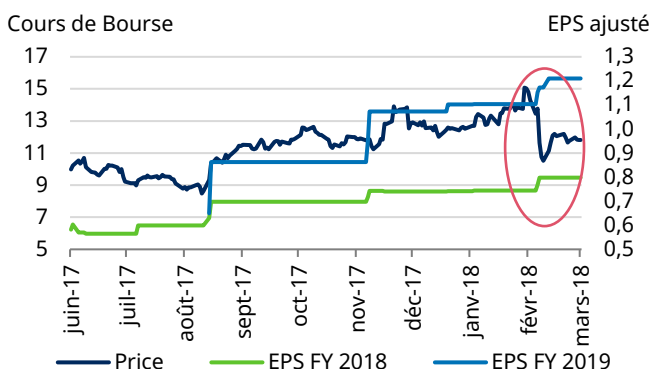
Vishay a bénéficié d'une augmentation de 3 % des estimations d'EPS pour 2018 après la publication de ses résultats. Effectivement, je m'attendais à une révision à la hausse plus importante. Le titre a chuté de 22 %. Notons qu'avec un P/E de 15 avant la chute du cours, il semble que nous n'avions pas affaire à des attentes exagérées qui auraient nécessité que l'entreprise surpasse massivement les anticipations, comme c'est souvent le cas avec les actions à forte croissance. **Extreme Networks** a connu le même sort (EPS estimé pour 2018 en hausse de 7 %, chute du cours atteignant -20 % au plus bas).

Vishay



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Extreme Networks

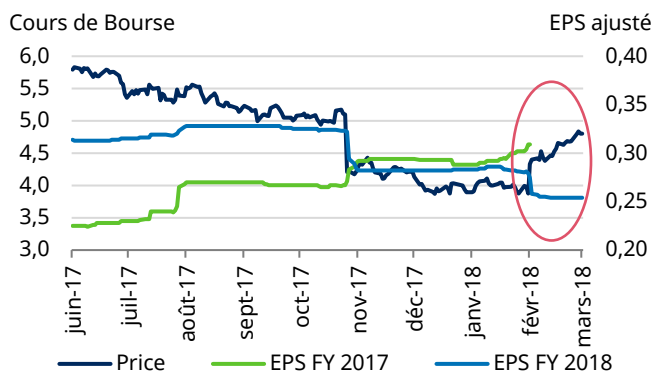


Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

L'inverse s'est produit sur certaines de nos positions short.

Une action du secteur technologique a donné des indications pour 2018 qui ont forcé les analystes à réduire les estimations 2018 de 22 %, tout en anticipant une évolution positive des perspectives pour 2020. Devinez ce qui est arrivé au titre? Les investisseurs sont allés dans le sens de « deux tu l'auras vaut mieux que un tiens ». L'action a progressé de 9 % ce jour-là et a continué à monter par la suite (+21 % par rapport à la valorisation avant la publication des résultats). Heureusement, nous avons cessé de contester le marché et sommes sortis du titre afin d'éviter de souffrir plus longtemps.

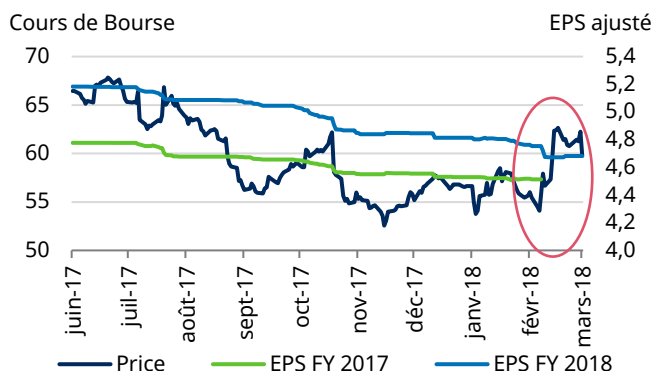
Société technologique



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Une société dans le secteur de la publicité, avec des lacunes structurelles (estimations des bénéfices en baisse constante depuis plus de deux ans et demi) a déclaré des résultats en ligne par rapport au consensus et les analystes ont légèrement réduit leurs prévisions pour 2018 (-2 %). Le titre a augmenté de 12 % depuis lors.

Société publicitaire

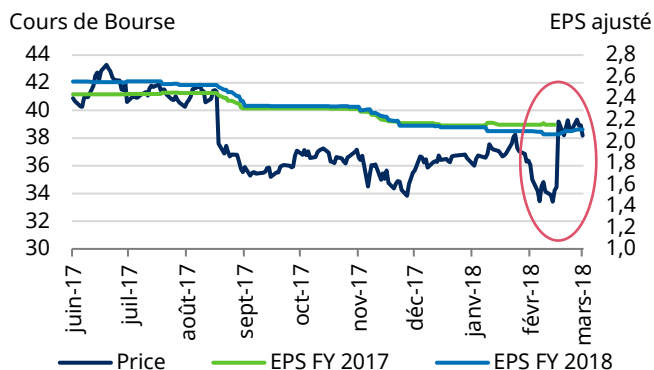


Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

La même chose s'est produite pour un titre du secteur du stockage, avec une société régulièrement décevante dans ses annonces de résultats (2 ans 1/2 non-stop de révisions des résultats à la baisse) et qui a bénéficié d'une modeste hausse de 1 % des anticipations sur son EPS 2017 avec une attente plus

élevée pour 2019 (à condition que le prix du pétrole se rétablisse). Le titre a gagné 13 %.

Société de stockage



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

A première vue, tous ces titres n'ont rien en commun et cela rend ce phénomène encore plus intrigant. Cependant, je déteste me dire que cela était le fruit du hasard. Non pas qu'il n'existe pas, c'est clair, mais en tant qu'êtres humains, nous ne sommes pas à l'aise avec ce facteur. Aussi j'essaierai d'épuiser toutes les explications possibles avant de blâmer le hasard.

Dans notre cas, je pense que le seul facteur commun entre toutes ces actions est leur performance de l'année 2017. Toutes les positions longues que j'ai citées ont connu une belle année en 2017 (**Extreme Networks** en hausse de 150 %, **Lonza** +71 %, **Vishay** +25 %) alors que les shorts ont connu une mauvaise année (**Nokia** en baisse de 3 %, **Publicis** en baisse de 1 %, **Vopak** en baisse de 6 %).

Dans le tableau qui suit, je montre la performance moyenne classée par quintile depuis le début de la correction (le 23 janvier 2018) au 1^{er} mars 2018, au regard de leurs performances moyennes respectives en 2017. Pour la plus grande partie, plus la performance avait été bonne en 2017, plus le titre risquait d'être pénalisé en février.

Quintile	Performance depuis le 23/01/2018 en %	Performance en 2017 en %
1	5,6	15,5
2	-1,4	16,6
3	-4,7	19,9
4	-7,7	20,1
5	-14,2	15,3

Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Il semble qu'il y ait eu une rotation basée sur les performances passées des actions, événement technique pénalisant pour nous puisque nous avons

tendance à être longs des sociétés bénéficiant de révisions positives des résultats (ce qui, souvent - mais pas systématiquement, nous est favorable).

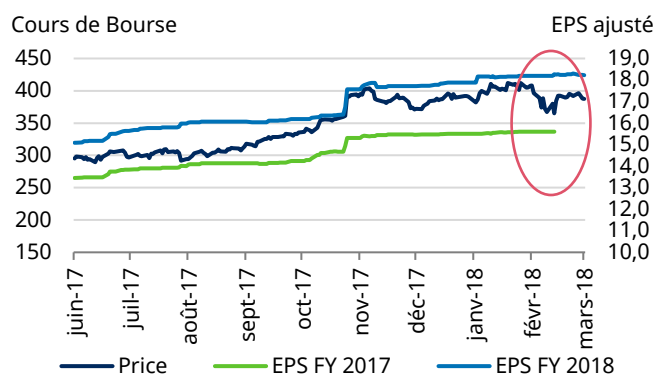
Tout cela s'est déroulé dans un contexte de volatilité accrue. J'ai de nombreux exemples qui montrent que le marché n'avait pas d'idée sur la façon de réagir aux résultats annoncés le mois dernier.

Le premier exemple est fourni par **Kering**, notre plus grosse position. Notre rationnel d'investissement est que cette société continuera de croître plus rapidement que prévu.

Il s'agit d'un exemple concret, avec des résultats du 4^{ème} trimestre 2017 qui avaient clairement dépassé les attentes sur toute la ligne et les analystes ont dû augmenter de 2 % leurs prévisions d'EPS pour 2018 (beaucoup trop modestement selon nous). Le titre a baissé de 4 % le jour même.

Vous pouvez dire que le marché s'attendait à une plus grande révision à la hausse, d'où la baisse du cours. Si oui, comment est-il possible d'expliquer le fait que le lendemain, le titre a progressé de 6 % (contrebalançant la baisse de la veille) et est resté stable depuis lors ? Il n'y a eu aucune nouvelle entre temps, les résultats avaient été publiés et la société n'a rien ajouté à ce qu'elle avait dit au cours de la conférence de presse. Aucun de ses concurrents n'a déclaré quoi que ce soit et le dollar (une variable clé pour une entreprise de luxe) n'a pas bougé. Alors pourquoi les investisseurs ont vendu en masse les actions le 13 février (notez que ce n'était pas un vendredi !), juste pour racheter frénétiquement les mêmes actions de la même société le jour suivant ?

Kering



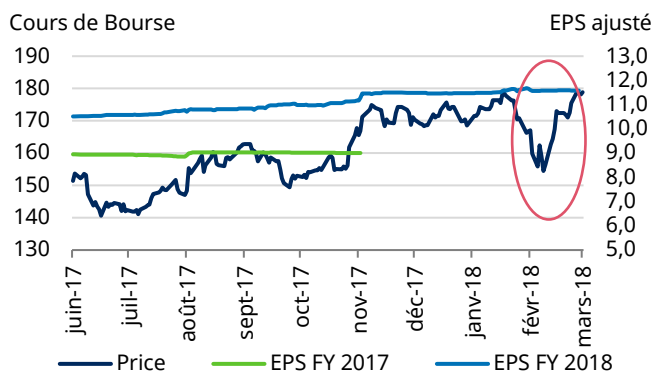
Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Que pouvons-nous faire des oscillations bizarres du titre d'un fabricant de téléphones américain ?

L'action est passée de 179 \$ à 156 \$ sur la preuve claire que son dernier appareil semble de plus en plus être un flop retentissant (les ventes atteignent actuellement la moitié de ce que le management espérait).

Il s'est depuis lors rétabli à 180 \$ sans aucun élément nouveau. Ce nouvel appareil ne se vend toujours pas et la seule file d'attente dans les magasins est constituée de ceux qui profitent de l'offre à 29 \$ pour le remplacement de leur batterie pour les appareils plus anciens, ce qui prolonge la durée de vie de ces derniers et reporte donc encore plus loin le cycle de remplacement. Que fait donc le marché face au soi-disant "super-cycle" pour cette entreprise ? Est-ce ou non un échec ? La réponse était « oui » lors de la première semaine de février, mais pas dans la deuxième semaine. Allez comprendre.

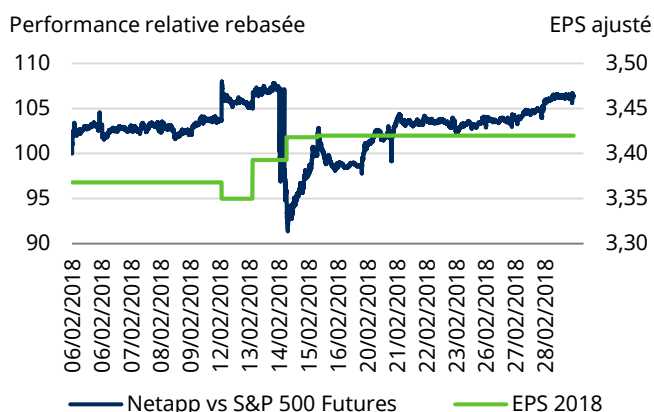
Fabricant de téléphones



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Le premier prix de ce concours revient à **NetApp**, l'une de nos positions longues dans la technologie. Le titre a chuté comme une pierre en une journée lors de l'annonce des résultats du quatrième trimestre 2017 (révision à la hausse de 3 % par rapport aux estimations d'EPS pour l'exercice 2018), allant jusqu'à -10 %. Deux jours plus tard, il était presque revenu à son niveau d'avant les résultats. Encore une fois, il n'y a pas eu d'autre développement qui pourrait expliquer ce changement soudain d'avis.

NetApp



Source : DataStream, 1^{er} mars 2018.

Perspectives

La hausse de la volatilité à court terme et la rotation technique au détriment des bonnes performances

passées sont un signal baissier fort pour le marché actions. Quand la même chose s'est produite en avril 2015 (la période de la "grande rotation"), le marché a perdu 12 % au cours des six mois suivants.

Nous n'essayons jamais de prédire la direction du marché. Toutefois, nous devons veiller à ce que, sur le plan du style, toute correction du marché ne nous nuise pas.

C'est la raison pour laquelle nous avons réduit le nombre de positions dans la partie la moins liquide de notre portefeuille (une position est illiquide pour nous si elle représente le volume de trading quotidien moyen) car cette classe d'actifs souffre de façon disproportionnée dans un marché baissier.

Les marchés boursiers européens négocient en même temps deux phases de transition. La première est la normalisation de la politique monétaire. Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, a fait allusion à trois ou quatre hausses de taux cette année. En général, son prédécesseur s'arrêtait net à chaque fois qu'elle devait appuyer sur le bouton, mais cette fois-ci cela pourrait être différent, car l'économie montre clairement des signes de goulot d'étranglement et de pénuries de capacité qui relancent l'inflation.

La deuxième phase est spécifique aux entreprises européennes. Non seulement elles sont touchées par l'accélération de l'inflation de leurs coûts (matières premières, énergie et salaires) mais, contrairement à leurs homologues américaines, elles doivent faire face au problème d'une monnaie beaucoup plus forte et ne bénéficient pas des réductions d'impôts que Donald Trump a consenti aux entreprises.

Au fur et à mesure que nous passons en revue nos modèles de prévision des bénéfices après les résultats, il nous apparaît de plus en plus clairement que le cycle des bénéfices des entreprises européennes est confronté à de sérieux vents contraires, en dépit d'un contexte macroéconomique fort. Comme le cycle des bénéfices des entreprises est souvent en avance sur le cycle macroéconomique, il s'agit d'une évolution inquiétante.

Notre réponse à cette double transition est triple :

- 1 - mettre l'accent sur les histoires de croissance des bénéfices les plus fortes (celles qui ne sont pas principalement alimentées par le cycle macroéconomique) ;
- 2 - améliorer la liquidité du portefeuille global ; et
- 3 - s'appuyer davantage sur les pair trades pour minimiser les facteurs de risques.

Facteurs de risque

Le capital n'est pas garanti.

Toutes les ventes à terme sur actions sont conclues avec une seule contrepartie. En cas de défaut, les actions concernées seront vendues sur le marché, ce qui peut affecter les performances.

Les placements libellés dans une devise autre que celle de la catégorie d'actions ne peuvent être

couverts. Les mouvements du marché entre ces devises auront un impact sur la classe d'actions.

Le fonds peut détenir une exposition indirecte à découvert en prévision d'une baisse des prix de ces expositions ou d'une hausse des taux d'intérêt.

Rien ne garantit qu'un contrat d'instruments financiers dérivés atteindra le résultat escompté, même si les modalités du contrat sont entièrement respectées.

Information importante : Schroder International Selection Fund (la "Société") est une Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) de droit luxembourgeois et est coordonnée au regard de la réglementation européenne. La Société et certains de ses compartiments ont obtenu l'autorisation de commercialisation en France de l'Autorité des Marchés Financiers. Ce document ne constitue en aucun cas une offre contractuelle ni une offre ou une sollicitation en vue de la souscription des actions de la Société. Aucune information ou affirmation contenue dans ce document ne doit être considérée comme une recommandation. Les souscriptions des actions de la Société ne peuvent être effectuées que sur la base du document d'informations clés pour l'investisseur et du prospectus en vigueur, accompagné du dernier rapport annuel audité (ainsi que de tout rapport semestriel non-audité si celui-ci a été publié ultérieurement). Des exemplaires de ces documents peuvent être obtenus gratuitement auprès de Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A. ou du correspondant centralisateur de la Société en France, Société Générale, 29 boulevard Haussmann, F-75009. Tout investissement dans la Société comporte des risques qui sont définis de manière plus détaillée dans le document d'informations clés pour l'investisseur et le prospectus.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les cours des actions ainsi que le revenu qui en découle peuvent évoluer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant qu'ils ont investi.

Ce document est produit par Schroders France, 8-10 rue Lamennais, 75008 Paris, France. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées. FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2018. "FTSE®" est une marque déposée de London Stock Exchange Plc et de Financial Times Limited. Elle est utilisée par FTSE International Limited dans le cadre d'une licence. Tous les droits sur les valeurs des indices FTSE et / ou les notations FTSE sont la propriété de FTSE et / ou de ses donneurs de licence. Ni FTSE ni ses donneurs de licence ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou des omissions relatives aux indices FTSE et / ou notations ou données sous-jacentes FTSE. Aucune circulation des données FTSE n'est autorisée sans le consentement écrit expresse de FTSE.