



Lettre trimestrielle – Obligations « Value »

T1 2015

La situation macroéconomique mondiale a continué de s'obscurcir au premier trimestre 2015, comme en ont attesté les marchés des changes très volatils et le plongeon des rendements européens.

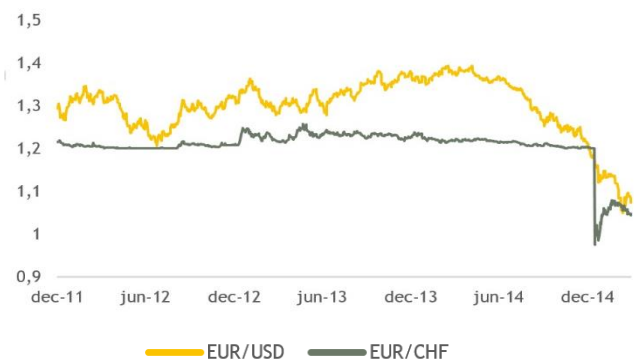
La BCE est entrée en terrain inconnu en lançant son programme d'AQ massif et très attendu – une initiative qui portera le bilan de l'institution au chiffre impressionnant de 1 200 milliards d'EUR au cours des deux prochaines années grâce au rachat d'emprunts d'Etat européens. La politique monétaire quelque peu polémique de la BCE a rapidement forcé la main à d'autres banques centrales européennes, à l'image de la Banque nationale suisse qui a décidé de mettre fin à son intervention sur le marché des changes et de laisser le CHF flotter librement face à l'EUR. En réaction, le CHF s'est octroyé 15 % en quelques minutes.

La banque centrale suédoise a lancé sa propre version « allégée » de l'AQ pour empêcher le SEK de s'apprécier face à l'EUR, dans le but de protéger la compétitivité des exportations suédoises.

Au Danemark, la banque centrale a adopté des mesures non conventionnelles similaires afin de prévenir une appréciation non désirée de le DKK. Les données macroéconomiques européennes ont continué de décevoir au début du trimestre, l'inflation poursuivant par exemple sa chute.

Certains bourgeons sont toutefois apparus vers la fin de la période, lorsqu'il est devenu évident que le risque de spirale déflationniste avait été évité, alors même que la zone euro était loin d'avoir une solution aux problèmes liés au maintien de la Grèce dans l'UE et que la crise en Ukraine battait son plein.

Evolution de l'USD et du CHF



Courbe des rendements allemands



Etant donné que l'AQ de la BCE vient tout juste d'être lancé, il est probable que la dévaluation de l'EUR continue. Les rendements obligataires allemands à 10 ans se dirigent non seulement vers zéro, mais pourraient même tomber dans le rouge d'ici à quelques semaines. Une courbe des rendements allemands négative s'accompagnera d'implications hautement symboliques, mettant au jour la faiblesse du programme d'AQ, et notamment la pénurie de titres d'Etat de haute qualité susceptibles d'être rachetés par la BCE au cours des deux prochaines années. D'un point de vue ma-

croéconomique, les avantages de l'AQ de la BCE sont difficiles à évaluer. Le programme n'est pas autonome et doit rapidement être soutenu par de(s) (nouvelles) réformes budgétaires substantielles dans de nombreux pays du vieux continent. De telles mesures semblent toutefois peu probables au vu de la « lassitude face aux réformes » dont font preuve de nombreux hommes politiques après près de cinq années d'absence de croissance économique généralisée en Europe. Aussi les effets à court terme de l'AQ correspondront-ils probablement à une nouvelle dépréciation de l'EUR et à une prise de risque accrue par des investisseurs européens que les rendements négatifs des emprunts d'État forcent à délaisser la courbe des rendements au profit d'actifs plus risqués.

Quant à savoir si un EUR plus faible dopera réellement les exportations européennes, ce point reste incertain vu que la croissance mondiale continue de décevoir. Aux Etats-Unis, un hiver long et rude a pesé sur la croissance, dont le retour à la tendance devrait être empêché par la vigueur de l'USD. Etant donné que les données économiques du premier semestre ont déçu les attentes de nombreux économistes, la hausse des taux d'intérêt attendue outre-Atlantique a été reportée de début juin à la fin du dernier trimestre 2015.

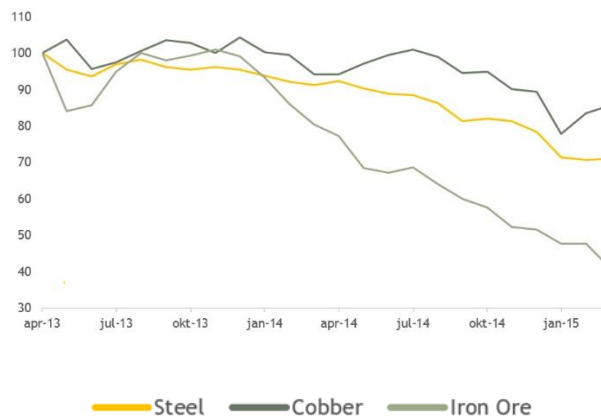
La croissance chinoise s'est montrée anémique et continue de décevoir. L'objectif de croissance du PIB de 7 % du gouvernement central sera probablement compromis, tandis que l'inflation reste inférieure aux attentes, autant de signes des pressions déflationnistes qui pèsent sur l'économie. La consommation privée haut de gamme a fortement chuté et un nouvel assouplissement de la politique monétaire est anticipé dans un avenir très proche en Chine, peut-être dès la fin avril.

Revenus des ventes de bijoux à Hong Kong et des jeux de hasard à Macao



L'appétit de la Chine pour les matières premières de base s'est aussi nettement atténué au cours des deux dernières années.

Matières premières



High Yield (Haut rendement)

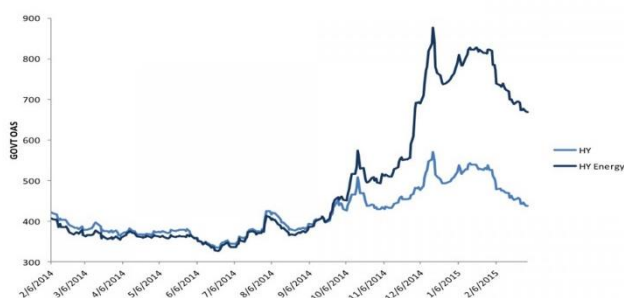
La performance du fonds High Yield de Sparinvest a continué de peiner au premier trimestre 2015. Le mois de janvier s'est montré particulièrement difficile en raison des retombées de l'absence de liquidités fin décembre et des vagues de ventes ininterrompues de pétrole et autres matières premières. Toutefois, à mesure que les prix du pétrole redémarreraient (et commençaient à récupérer une partie de leurs pertes antérieures) et que l'AQ attisait l'appétit des investisseurs pour les actifs plus risqués, améliorant ainsi la liquidité sur le marché secondaire, la stratégie a commencé à porter ses fruits vers la fin du trimestre. Le nombre de cas en difficulté au sein du fonds n'a pas augmenté et certaines des positions qui affichaient de fortes décotes (marge de prix 60-80) en début de trimestre ont commencé à se redresser à mesure que les bénéficiaires satisfaisaient les attentes. Il convient de souligner que les investissements qui s'échangent avec de fortes décotes – surtout lorsqu'ils portent sur des sociétés liées à l'énergie – continuent de verser des coupons et des remboursements conformément à l'échéancier fixé, contredisant les formations de prix (souvent bizarres) constatées sur les marchés secondaires en raison d'une mauvaise liquidité. Par conséquent, ces investissements devraient présenter un potentiel haussier solide en 2015.

Les cas en difficulté inclus dans les stratégies High Yield sont désormais sur le point d'être résolus et les attentes de l'équipe quant au taux de recouvrement sont plus claires. Deux d'entre eux se sont montrés particulièrement préoccupants et les recouvrements seront décevants. Quoi qu'il en soit, quelques cas ayant subi une restructuration totale de

leur structure capitalistique en général et de leur dette en circulation en particulier devraient bénéficier d'un profil de rendement attrayant au sein des stratégies dans les neuf prochains mois.

Le fonds est également bien placé pour profiter du programme d'AQ de la BCE étant donné que les écarts du High Yield européen en particulier devraient continuer de se contracter au cours des prochains mois. L'assouplissement de la politique monétaire chinoise créera probablement un plancher pour les prix des matières premières (et surtout pour les matières premières non agricoles), ce qui profitera à l'exposition de la stratégie aux mines. Enfin, une augmentation notable des fusions-acquisitions liées à l'énergie, stimulée par les abondantes liquidités disponibles des grandes sociétés pétrolières, est escomptée. Nous avons d'ores et déjà observé le rachat de BG Energy par Royal Dutch Schell pour un montant de 70 milliards d'USD. A l'heure actuelle, le fonds investit dans au moins trois sociétés susceptibles d'être ciblées par les géants du pétrole dans le cadre de fusions-acquisitions.

Écarts du High Yield et du High Yield énergétique



Source: Bloomberg, DoubleLine

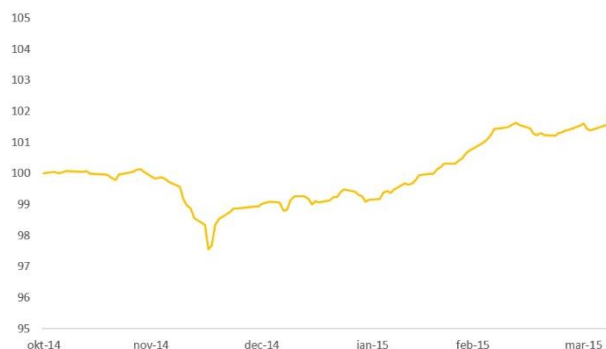
HY = High Yield, HY Energy = le secteur de l'énergie du marché High Yield. GOVT OAS = Government Treasury option adjusted spread. Une mesure du spread d'un investissement à taux fixe (High Yield) et le taux sans risque (T-Bills du gouvernement US à 3 mois). Un investissement ne peut pas être fait directement dans un indice.

Fonds à maturité

Sparinvest continue de constater un intérêt soutenu de ses clients pour ses stratégies à maturité. En dépit de la performance décevante du fonds High Yield phare et de la volatilité des stratégies 2017, notre stratégie 2018 et nos stratégies mixtes (mélanges d'IG et d'HY) ont fait l'objet d'afflux de fonds significatifs. La stratégie 2018, moins exposée à l'énergie, a réalisé des performances satisfaisantes et ses

niveaux de volatilité se sont montrés acceptables même pendant les périodes de tensions sur les marchés financiers.

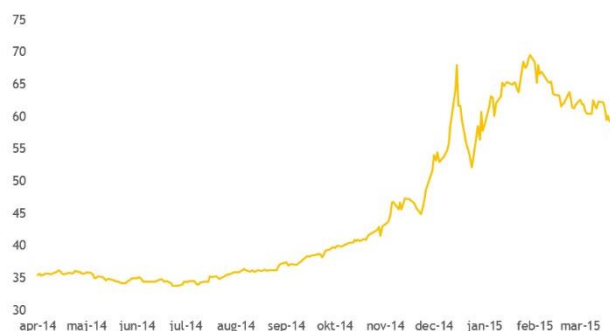
High Yield Value Bonds Short Duration 2018 EUR R



Marchés émergents

Après un début d'année difficile dû à ses expositions aux secteurs des mines et de l'énergie, le fonds a réalisé une performance satisfaisante de 1,1 % (facteur swing exclu) au premier trimestre. La plupart des monnaies émergentes se sont affaiblies face au dollar en raison de la hausse des taux d'intérêt attendue aux Etats-Unis. L'allocation du fonds aux placements en sociétés russes, qui a pesé sur les performances au second semestre 2014, a dégagé des performances attrayantes en mars 2015 alors que ces entreprises bénéficiaient de l'affaiblissement du RUB.

Evolution de l'USD/RUB



Le thème des grands scandales d'entreprises associés aux dessous de table et aux irrégularités comptables a dominé les débats relatifs aux marchés émergents fin 2014 et au premier trimestre 2015. Une enquête pour corruption portant sur la société pétrolière Petrobras détenue par l'Etat brésilien

a mis au jour une culture d'entreprise partiellement fondée sur les pots de vin et la corruption, ce qui a poussé les commissaires aux comptes de l'entreprise à refuser d'approuver le rapport sur ses bénéfices du dernier trimestre 2014. Moody's a ensuite donné le statut de junk (déchet) à la dette en circulation de la société fin janvier à mesure que l'incertitude quant à sa capacité à accéder au financement augmentait.

Alors que Petrobras était rétrogradée et devenait un « ange déchu », le fonds a renforcé son exposition marginale à la société pour tirer parti du fait que sa dette d'entreprise serait incluse dans tous les indices de référence HY, forçant les gérants HY et les ETF à l'ajouter à leurs portefeuilles.

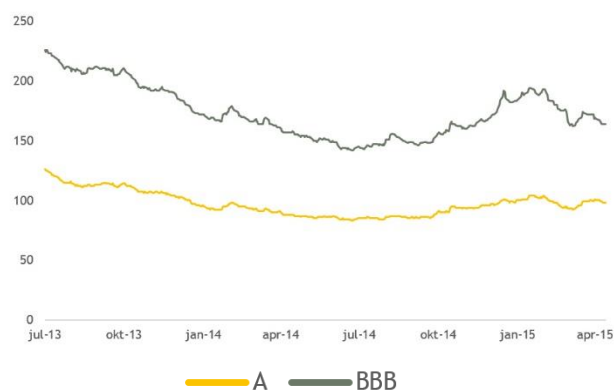
En Chine, les effets du contexte macroéconomique toujours décevant commencent à se faire sentir, surtout par les développeurs immobiliers. Kaisa Group Holdings a été la première société immobilière de Chine à ne pouvoir honorer un paiement d'intérêts au titre de sa dette libellée en USD en janvier. Cette défaillance a mis au jour d'autres risques pesant sur un marché immobilier chinois quelque peu fragile et exposé à la corruption, qui représente, selon les estimations de la Banque mondiale, environ 16 % de la croissance économique. Le fonds n'est pas exposé au secteur immobilier chinois et n'est que peu exposé aux émetteurs IG et HY du pays.

La persistance de la volatilité des changes des ME restera d'actualité jusqu'à la fin de l'année. Les émetteurs réalisant des chiffres d'affaires en monnaie locale et dont la dette en circulation est libellée en USD seront particulièrement vulnérables à ce phénomène étant donné que les flux de trésorerie seront affectés, augmentant le risque que certains émetteurs ne puissent honorer leur dette. Le fonds continuera de tenir compte de cette situation lors de sa sélection de titres, tandis que l'entretien et la concentration du portefeuille continueront de cibler les émetteurs peu endettés, dont la base de coût est en monnaie locale et les flux de chiffre d'affaires en monnaies fortes.

Investment grade

Le fonds Investment Grade de Sparinvest continue de surperformer aussi bien l'indice de référence que ses pairs, profitant d'un bêta supérieur alors même que les écarts de l'IG poursuivent leur contraction.

Ecart du crédit



Les volumes d'émission IG se poursuivent à un rythme effréné en Europe et aux Etats-Unis. Ce que ces nouvelles émissions ont en commun, c'est que leurs échéances s'allongent à mesure que les entreprises notées IG continuent de profiter des taux d'intérêt historiquement bas. La plupart des indices de référence IG ont nettement renforcé leur sensibilité aux taux d'intérêt par rapport au High Yield, laquelle correspond désormais à une durée d'environ 6,50 ans.

Afin de minimiser l'exposition aux taux haussiers aux Etats-Unis, Sparinvest cherche à compenser le risque de taux d'intérêt accru de la stratégie IG en investissant dans des émissions hors indice de référence assorties d'échéances plus courtes. Aussi, la partie prédominante de la sensibilité du portefeuille aux taux d'intérêt est libellée en EUR. En Europe, les taux d'intérêt à long terme devraient rester très faibles au cours des années à venir, le rendement des emprunts d'Etat allemands à 10 ans frôlant 0 %. L'allocation du fonds aux obligations d'entreprises en USD porte principalement sur des obligations à court terme à échéance dans 2 à 4 ans, ce qui rend le fonds moins sensible à la hausse des taux d'intérêt américains fin 2015. Les investisseurs sont priés de noter que le Danish IG Fund fait appel à des contrats de futures pour couvrir une partie du risque de taux d'intérêt et que la génération future d'alpha devrait provenir du carry (portage) lié aux émissions hors indice de référence ainsi que d'une nouvelle contraction des écarts des obligations d'entreprises européennes.

Sparinvest is a signatory of UN PRI and member of Eurosif and Dansif.

UN PRI is an international investor initiative sponsored by the UN and based on six principles for responsible investments. The aim is to help investors actively to incorporate environmental, social and governance issues into their investments.

Signatory of:



Ce bulletin n'est pas et ne doit pas être interprété comme une invitation, une offre ou une recommandation d'acheter ou de vendre un investissement quelconque, ou à s'engager dans toute autre transaction, ou de fournir des conseils en matière de placement ou autre service financier ou bancaire. Tout support et les points de vue qui y sont exprimés doivent être envisagés uniquement comme les perspectives et les informations générales de Sparinvest, et comme faisant partie du marketing de Sparinvest et des fonds gérés. Toute l'information contenue dans ce bulletin provient de Sparinvest, sauf si référence est faite à d'autres sources. Les informations provenant de sources externes sont utilisées sans vérification et Sparinvest n'accepte pas la responsabilité de leur exactitude. Sparinvest émet des réserves relatives aux fautes de frappe, aux erreurs de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois. Pour obtenir des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus, au Document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et aux rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs désignés, tout comme les statuts du fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Il est recommandé aux investisseurs de lire attentivement les prospectus, les statuts et autres renseignements pertinents relatifs au compartiment concerné avant de réaliser un investissement. L'attention est attirée sur le fait que les rendements et performances passés ne peuvent être considérés comme une garantie des performances et rendements futurs. En particulier, les fonds qui impliquent un investissement sur les marchés étrangers sont sensibles aux fluctuations des taux de change qui peuvent causer des augmentations ou des diminutions de la valeur des fonds. Le remboursement intégral du capital investi n'est pas garanti. Pour les investisseurs basés en Suisse, le représentant et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank S.A., succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zurich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.