



Lettre trimestrielle – Value Bonds

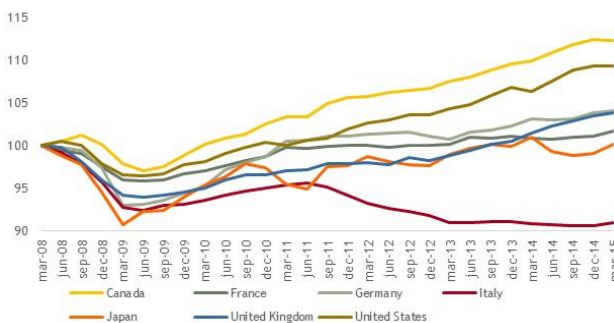
T2 2015

Cher investisseur,

Au deuxième trimestre 2015, la croissance mondiale est demeurée mitigée mais la plupart des économies développées semblent maintenant suivre des trajectoires positives.

Marchés

Croissance du PIB réel depuis la crise financière mondiale



A la date de rédaction du présent texte, les dirigeants européens peinaient à trouver une solution face à la menace de défaut de paiement grec. Après s'être montrés inflexibles pendant des mois, les dirigeants politiques grecs ont enfin semblé se rendre compte qu'une défaillance et un « Grexit » seraient bien plus défavorables à l'économie de leur pays que l'adoption de nouvelles réformes budgétaires et le maintien dans la zone euro. Il convient toutefois de noter que l'accord conclu sera probablement un compromis de plus et non une solution durable ou stable à long terme. Les risques de mise en œuvre seront élevés et l'instabilité politique grecque augmentera pro-

bablement étant donné que le gouvernement devra abandonner plusieurs promesses électorales afin d'apaiser les principaux créanciers du pays (le FMI et l'UE) dont il restera dépendant pendant les dix prochaines années.

Bien que la Grèce ne représente qu'une fraction de la vaste économie de la zone euro, la crise de sa dette a perturbé les principales données économiques européennes qui commencent à révéler une amélioration de la croissance dans la zone euro après des années de récession. Les ventes de voitures et les PMI de la zone euro sont globalement orientées à la hausse, tandis que d'autres indicateurs de confiance connaissent eux aussi une embellie. Quoiqu'il en soit, le revirement économique n'en est qu'à ses balbutiements et les indicateurs de confiance dépendent intrinsèquement de la stabilité économique et politique. C'est pourquoi un effondrement de l'économie grecque dû à une ruée vers les dépôts des banques du pays, une faillite du système financier national et un abandon subséquent de l'euro serait particulièrement néfaste et pourrait faire retomber la zone euro dans la récession.

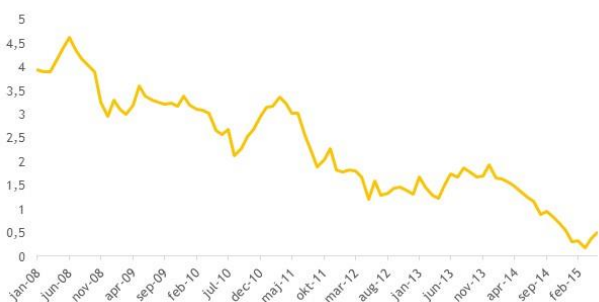
Indice des ventes de voitures européennes et PMI de la zone euro



Rendements des emprunts d'Etat allemands

La BCE a poursuivi son programme d'AQ au deuxième trimestre 2015 et les rendements allemands à 10 ans sont tombés à un plancher record de 0,07 % à la mi-avril. A la même période, la publication des données sur l'inflation qui a révélé un risque de déflation en baisse a rappelé à tous les investisseurs obligataires que les marchés pouvaient changer d'un jour à l'autre. Les rendements allemands à 10 ans se sont envolés à 0,75 % en moins de trois semaines, ce qui correspond à une perte d'environ 10 points sur un emprunt d'Etat allemand à 10 ans. De nouvelles vagues de ventes ont fait grimper les rendements jusqu'à 1 % à la mi-juin et c'est ainsi qu'une catégorie d'actifs considérée comme sûre a soudainement engendré pour les investisseurs conservateurs des pertes (à la valeur de marché) de 10 % à 15 % sur leurs portefeuilles à durée longue.

Rendement allemand à 10 ans



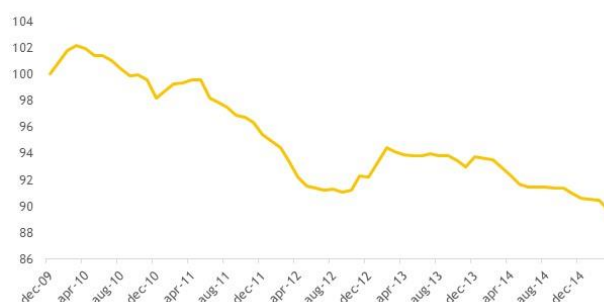
Aux Etats-Unis, les données économiques se sont montrées étonnamment faibles pendant les quatre premiers mois de l'année. Janet Yellen, la présidente de la Réserve fédérale américaine, a attribué ce phénomène aux « effets saisonniers » et déclaré que la Fed attendrait d'avoir « des preuves décisives du maintien d'une croissance économique modérée » pour commencer à normaliser progressivement sa politique monétaire. Autrement dit, une à deux hausses des taux d'intérêt sont très probables après l'été, alors que la croissance du PIB se dirige vers 2,5 % entre le deuxième et le dernier trimestre, que les marchés de l'emploi ne cessent de s'améliorer et que l'inflation redescend vers l'objectif de 2 % de la Fed.

Actualité chinoise

Les données chinoises ont continué de décevoir au deuxième trimestre et la Banque centrale chinoise a baissé à deux reprises le ratio des réserves obligatoires. Il convient de noter que la diminution des taux de politique monétaire ne compense pas l'effondrement des prêts qu'a connu la Chine ces dernières années.

Les secteurs des mines, de la construction et de l'immobilier chinois continuent de se contracter et seules de nouvelles réformes budgétaires pourraient remédier à ce problème. Le fort repli de l'immobilier dans l'Empire du Milieu a profondément bouleversé les marchés émergents ainsi que les prix des matières premières au cours des deux dernières années et le risque existe qu'une tendance baissière ininterrompue de l'économie chinoise n'entraîne un déclin à plus long terme du deuxième importateur mondial de biens industriels étrangers (biens d'équipement) tels que les machines.

Climat immobilier chinois



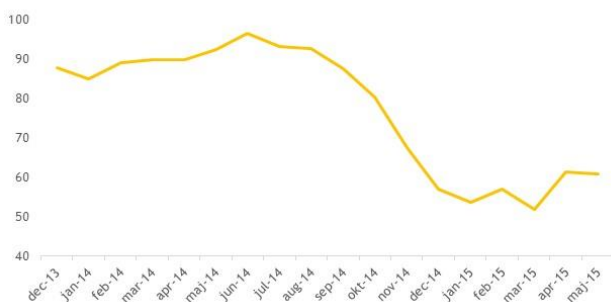
Stratégies à haut rendement

Le fonds HYVB a réalisé une bonne performance au deuxième trimestre 2015, soit 2,88 % contre 0,44 % pour son indice de référence. Mais la déception vient d'un rendement qui, sur les six premiers mois de l'année, s'est établi à -1,44 % contre 3,04 % pour l'indice de référence. Le fonds continue en outre de sous-performer en raison d'effets de retard liés aux allocations au secteur de l'énergie de l'année dernière. Les prix du pétrole ont quelque peu rebondi par rapport aux désengagements massifs de l'automne dernier, mais le secteur continue de pâtir de la décision des banques d'interrompre l'essentiel de leurs prêts au secteur de l'énergie début 2015. Ces dernières années, nombre de PME dudit secteur ayant émis des obligations à haut rendement onéreuses pour financer leurs bilans se sont appuyées sur la possibilité qu'elles avaient de

refinancer ces emprunts « coûteux » en contractant des prêts bancaires moins onéreux, alors que le prix du baril dépassait les 100 USD. Avec un prix du baril qui se situe désormais entre 55 et 65 USD, le financement bancaire n'est plus disponible et plusieurs émetteurs sont désormais confrontés à un risque de refinancement sur le marché obligataire à haut rendement à l'échéance, avec une probabilité de coût du capital bien supérieur.

Un grand nombre de géants mondiaux du pétrole ont aussi fortement diminué leurs dépenses d'investissement – une contraction qui a atteint jusqu'à 35 milliards d'USD au premier trimestre – ce qui a contribué à alimenter les perspectives négatives d'un grand nombre de positions prises par le fonds dans des PME émettrices d'obligations à haut rendement. Par conséquent, un certain nombre de restructurations ont eu lieu au sein du fonds au cours des neuf derniers mois et entraîné des pertes à la valeur de marché, lesquelles ont contribué à la sous-performance du fonds.

Pétrole



Les investisseurs sont toutefois priés de noter qu'en dépit de pertes à court terme, les restructurations ont permis de recentrer les positions sur des émetteurs moins endettés. Les gérants de portefeuille du fonds ont cherché en outre à créer une « optionnalité » significative afin de renforcer le potentiel de performance haussier en convertissant partiellement la dette en actions dans certains cas.

Les allocations du fonds aux secteurs financier et industriel ont permis de dégager des rendements positifs au premier semestre 2015 et grâce à sa durée inférieure à celle de son indice de référence ainsi qu'à un rendement au plus bas de 8 % contre 6 % pour ce même indice, le fonds est bien placé pour réaliser des performances attrayantes au second semestre 2015.

Produits à échéance

Les performances des stratégies à échéance de Sparinvest divergent quelque peu les unes des autres en raison, notamment, de leurs différentes dates de lancement ainsi que de leurs allocations sectorielles. Aucun des fonds n'a été - ou ne sera - affecté par la forte volatilité ambiante, surtout au niveau des taux d'intérêt à long terme, étant donné que les stratégies sont toutes basées sur des durées courtes.

La stratégie 2017 continue de sous-performer quelque peu du fait de son importante allocation au secteur de l'énergie et la performance du fonds est exclusivement attribuable au risque de refinancement actuellement pris en compte dans les investissements du fonds dans des PME du secteur de l'énergie.

Les gérants de portefeuille ont cherché à améliorer cette situation en établissant un dialogue avec certains émetteurs dans le but de minimiser l'impact de ce risque de refinancement. Dans certains cas, des restructurations sont en cours et des conversions partielles de la dette en actions sont prévues. Ce contexte pourrait contribuer au maintien d'une certaine volatilité à court terme de la performance du fonds pendant le troisième trimestre, mais un potentiel haussier significatif devrait pouvoir être exploité.

La stratégie HYVB 2018 continue de surperformer et correspond largement aux attentes sur fond de rendements stables et de volatilité faible. L'exposition de cette stratégie au secteur de l'énergie était plafonnée à 20 % lors de son lancement et la volatilité des performances de ce secteur a été minimale. La stratégie est bien placée pour continuer de dégager les rendements attendus de 4 % par an après coûts.

Cette année, Sparinvest a lancé un certain nombre d'autres stratégies à échéance en 2018 intégrant différentes combinaisons de titres *investment grade* et à haut rendement. Ces stratégies satisfont elles aussi les attentes et devraient continuer de générer les rendements absolus attendus sur fond de volatilité faible.

Obligations d'entreprises des marchés émergents (EM-CORP)

Cette stratégie a réalisé une performance satisfaisante de 4,05 % face à l'indice de référence (3,48 %) au premier trimestre 2015 en dépit de certaines allocations au secteur de l'énergie. Une faible exposition aux pays d'Amérique latine et aux financières ainsi que des surexpositions aux secteurs des

matériaux et de l'industrie ont fortement contribué à la performance du fonds, tout comme les allocations, notamment aux obligations notées BB et B. L'allocation de la stratégie aux émetteurs privés russes en particulier a généré des rendements attrayants sur l'année en cours, les obligations russes étant retombées à des niveaux plus « normaux » après l'imposition l'année dernière de sanctions draconiennes par la communauté internationale.

La stratégie est bien placée pour réaliser des rendements attrayants pendant le reste de l'année 2015 car la durée est inférieure à celle de l'indice de référence et le rendement le plus faible escompté s'inscrit au niveau attrayant de 8 %.

Données	Fonds	Indice de référence
Duration	3,0	4,8
Rendement	8,5	4,8
Notation	B+	BBB

Stratégie *investment grade*

Le marché obligataire *investment grade* a connu une croissance exponentielle ces dernières années. Les nouvelles émissions ont été dominées par le besoin des établissements financiers d'améliorer stratégiquement leurs bilans pour les adapter aux changements du contexte réglementaire financier. De plus, les grands émetteurs privés ont profité des taux d'intérêt historiquement faibles pour bloquer des taux de financement à long terme, soit généralement à plus de 10 ans, à des niveaux attrayants. Ce phénomène s'est traduit par une forte augmentation de la durée (risque de taux d'intérêt) qui pour l'ensemble des grands indices de référence *investment grade* est désormais proche de 7.

Lorsque les grandes banques centrales de la planète ont lancé leurs différents programmes d'AQ - qui consistaient tous à racheter des volumes massifs d'emprunts d'Etat - nombre d'investisseurs ont été forcés de rechercher de meilleurs rendements et performances parmi les catégories d'actifs du crédit d'entreprises. Ce phénomène a entraîné d'importants glissements de portefeuille au sein de l'univers du crédit au profit de titres à durée plus longue tels que ceux de la catégorie *investment grade*. Ces investisseurs se sont pris une gifle lorsque les rendements à long terme ont commencé à augmenter à la mi-avril. Ils se sont alors rendu compte que la catégorie *investment grade* en particulier recelait un important risque de

taux d'intérêt, les faibles primes de crédit ne compensant pas le risque sur la durée.

La performance de la stratégie *investment grade* de Sparinvest au deuxième trimestre 2015 s'est alignée sur celle de l'indice de référence (-2,68 % contre -2,66 %). En dépit de la volatilité des taux d'intérêt à long terme, la stratégie a progressé de 0,68 %, contre une perte de 0,55 % pour l'indice de référence au premier semestre 2015.

Rendement	Fonds	Indice de référence
Année en cours	0,68 %	-0,55 %
1 an	3,21 %	1,64 %
3 ans	11,97 %	4,08 %

Les allocations au secteur financier restent une part importante de la stratégie étant donné que le secteur représente environ 40 % de l'indice de référence total. Quoi qu'il en soit, Sparinvest continue d'envisager des allocations stratégiques et opportunistes dans différents secteurs de la structure capitalistique de grands établissements financiers mondiaux tels que les banques internationales. Par exemple, les allocations aux obligations *legacy* se sont montrées particulièrement efficaces aux premier et deuxième trimestres 2015.

Étant donné que les rendements devraient augmenter outre-Atlantique et restent plafonnés en Europe du fait du programme d'AQ de la BCE, la stratégie restera surexposée à la dette à plus long terme libellée en EUR et sous-exposée par conséquent à la dette libellée en USD. De surcroît, la sous-pondération significative du secteur des télécoms sera maintenue du fait d'écarts de crédit serrés ainsi que d'un certain risque technologique et de dépenses d'investissement à moyen et long termes. Par ailleurs, la stratégie restera surtout investie comme elle l'est actuellement, avec une forte exposition aux segments BBB et A, afin de tirer parti des écarts intéressants au sein d'un cycle d'affaires bienveillant.

Données	Fonds	Indice de référence
Duration	5,3	6,2
Rendement	4	2,8
Notation	BBB	A-

Conclusions

Les retombées depuis plus de cinq ans du durcissement de la réglementation des marchés et établissements financiers n'ont pas fini d'être ressenties. Les liquidités (ou leur absence) restent le thème prédominant sur les marchés obligataires mondiaux et face à l'assèchement des liquidités, les marchés de la dette deviennent de plus en plus volatils.

Des années de politique monétaire accommodante pendant lesquelles les plus grandes banques centrales de la planète ont racheté des emprunts d'État ont elles aussi contribué au problème des liquidités en réduisant l'offre d'emprunts d'État. Les fortes vagues de ventes dont les emprunts d'État longs ont fait l'objet en avril ont rappelé à tous qu'une volatilité excessive et des perturbations potentielles étaient probables l'année prochaine, alors que la Réserve fédérale s'apprête à resserrer sa politique monétaire en relevant le taux des fonds fédéraux pour la première fois depuis près de dix ans.

Les stratégies Value Bond de Sparinvest continueront de maximiser les performances en identifiant des émissions obligataires de petite taille et en investissant dans ces titres. Mais les portefeuilles seront plus équilibrés du point de vue des liquidités dans le but de minimiser les risques liés aux transactions très prisées et de réduire l'écart de suivi.

Cette édition a été terminée le 3 juillet 2015.

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.