



Lettre trimestrielle – Value Bonds

T3 2015

Cher Investisseur,

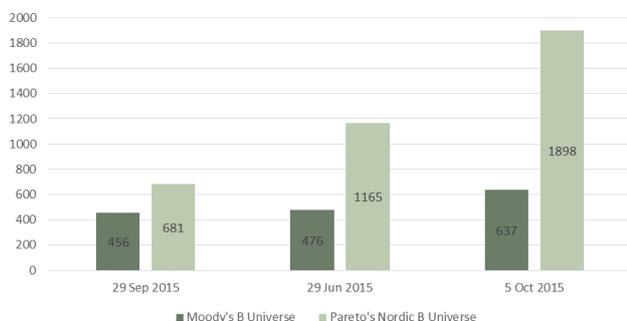
Nos stratégies obligataires à haut rendement ont fait face à un environnement très difficile au cours des quatre derniers trimestres, et surtout au troisième trimestre 2015. Historiquement, nos fonds à haut rendement ont été conçus pour privilégier l'adossement à des actifs, les conventions solides et les coupons élevés. Quand tout le monde s'arrachait les titres à haut rendement (de 2010 à 2014), rares étaient les sociétés forcées d'offrir un adossement à des actifs et des conventions à leurs investisseurs obligataires. Les émetteurs obligataires nordiques du secteur du pétrole et du gaz faisaient partie de ceux qui offraient une telle couverture et des conventions strictes. Au vu des alternatives limitées proposant des niveaux similaires de protection des investisseurs, les stratégies se sont retrouvées concentrées de manière excessive sur ces secteurs, un positionnement qui s'est révélé désastreux dans le sillage de l'effondrement des cours pétroliers – comme en a attesté la performance de nos titres à haut rendement. Le portage élevé dans l'ensemble du fonds n'a pas empêché une telle sous-performance.

Alors que les cours pétroliers étaient inférieurs de 50 % à leurs niveaux de 18 mois plus tôt, l'exposition aux obligations du pétrole et du gaz pouvait être comparée à la sécurité d'une voiture de luxe qui se serait enlisée dans le sable (photo 1). Pour reprendre cette analogie : nous sommes parvenus à retirer une ou deux voitures du sable (photo 2). Ce qu'il s'est passé ensuite, cependant, c'est que nous nous sommes retrouvés avec des voitures enlisées partout autour de nous à la fin du troisième trimestre 2015 (photo 3). Dans certains cas, elles étaient encore en mouvement, dans d'autres les roues tournaient encore, alors que d'autres avaient déjà été englouties par la marée. De bonnes affaires peuvent être dénichées dans un tel

environnement, mais il faut du temps pour sortir les voitures et les nettoyer. Maintenant que la plage est pleine de voitures bloquées, la décote dont elles font l'objet augmente car le nombre de tracteurs pour les sauver est limité. Notre stratégie future est très claire : nous voulons éviter que les voitures ne s'enlisent et tirer le meilleur parti de celles qui sont déjà enlisées.

En dehors du marché obligataire nordique en difficulté, le haut rendement mondial est tombé dans le rouge du point de vue aussi bien des performances sur l'année en cours que du sentiment. (Les indices de référence mondiaux du haut rendement et Investment Grade sont en repli de 1,7 % et 0,4 % respectivement depuis le début de l'année.) Le sentiment négatif est imputable aux facteurs suivants : l'essoufflement de l'économie chinoise (par rapport aux taux de croissance historiques) a entraîné une réévaluation significative du segment des matières premières, dans lequel la Chine a historiquement fait figure d'acheteur majeur. Parallèlement, les signes du premier relèvement des taux aux États-Unis depuis 2006 ont poussé les investisseurs à revoir à la baisse leur intérêt pour la catégorie de crédit marginale de la dette des marchés émergents. Au fil du trimestre, nous avons alimenté nos réserves de liquidités dans toutes nos stratégies pour tirer parti de la faiblesse à mesure que l'écart d'opportunités entre les marchés nordiques et internationaux devenait de plus en plus évident. Les deux segments sont désormais meilleur marché. C'est pendant les périodes difficiles que les investisseurs ascendants (*bottom-up*) peuvent tirer parti des opportunités disponibles, aussi le contexte actuel nous semble-t-il très favorable au déploiement de nos réserves de liquidités accumulées.

Ecart moyen : titres notés mondiaux contre titres nordiques



Le graphique ci-dessus met au jour la répartition des écarts de l'univers nordique face à l'élargissement de l'univers obligataire Global B Rated de Moody's ; Source : Pareto Securities.

Stratégies Investment Grade

Nos stratégies Investment Grade ont sous-performé les indices de référence pendant le trimestre de 1,5 % en moyenne avant déduction des coûts. La sous-performance à la fois relative et absolue a découlé de notre surexposition aux obligations BBB à note inférieure, y compris de nos positions en dette subordonnée. La hausse des primes de risque a coûté des points à la performance de notre fonds Investment Grade. La sous-performance individuelle la plus importante est venue de notre position de 1,9 % en obligations perpétuelles de VW, lesquelles ont vu leur cours chuter de plus de 15 %. Nous restons exposés aux titres et suivons leur scénario d'investissement de près. À l'approche de l'éventuelle hausse des taux aux États-Unis et du réengagement en faveur de l'assouplissement quantitatif en Europe, nous trouvons les fonds Investment Grade bien positionnés grâce à leur surexposition à l'Europe et à leur duration courte. Nous conservons un risque de crédit supérieur au sein du fonds (environ 1,5 fois celui de l'indice de référence) et bénéficions d'un portage lui aussi supérieur à celui de nos indices.

À l'heure où est rédigé cet article, notre fonds Investment Grade Value Bonds affiche une performance similaire à celle de son indice de référence sur l'année en cours, avant déduction des commissions, et bénéficie de 5 étoiles Morningstar.

Stratégies à échéance

Nos stratégies à échéance contiennent des fonds exposés à des obligations aussi bien à haut rendement qu'Investment

Grade qui arrivent à expiration avant l'échéance finale du fonds spécifique. Notre gamme de fonds et de mandats à échéance présente des maturités situées entre 2015 et 2019. Nous estimons qu'il s'agit là d'un format intéressant pour investir dans le haut rendement dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, surtout au vu de la liquidité continuellement faible sur les marchés du crédit. Chaque fonds présente une construction de portefeuille unique. Par conséquent, tout chevauchement avec des fonds frères variera, à l'image de la performance des fonds individuels.

Les fonds à échéance en 2017 ont affiché les résultats les plus médiocres, essuyant des pertes de 2,7 % à 5,9 % au troisième trimestre. La majorité de la sous-performance est venue d'obligations émises sur le marché norvégien et exposées aux services du pétrole et du gaz ou aux matières premières. Nous conservons la plupart de ces obligations en portefeuille et n'avons réalisé des pertes que dans les cas où nous pensions que les perspectives de redressement étaient limitées ou lorsque nous attendions un potentiel de perte significatif sans scénario de refinancement *blue-sky*. La sous-performance a par ailleurs été amplifiée par la nature à court terme des positions, le refinancement sur le marché étant actuellement fermé à quiconque dispose d'une échéance imminente dans ces secteurs.

Nos fonds 75 % à haut rendement et 25 % Investment Grade, qui ont été lancés avec des échéances cibles en 2018, ont dégagé les meilleurs résultats. À la fin du trimestre, la performance s'inscrivait en moyenne à 1 % avant déduction des coûts. Les fonds n'ont pas échappé aux effets de la réévaluation du haut rendement, les titres de l'énergie et des matières premières en particulier étant à l'origine de contributions négatives.

Stratégies à haut rendement

Le troisième trimestre s'est révélé terrible pour le haut rendement, l'indice de référence Global High Yield essuyant une perte de 4,6 %. La sous-performance de 1,5 % à 2,7 % de nos fonds face à l'indice de référence est imputable à leur niveau nettement supérieur de risque et d'exposition au secteur des services pétroliers et gaziers en Norvège dont il est question plus haut. L'écart de performance entre les fonds s'explique par certaines situations difficiles liées aux positions des fonds individuels.

Nos niveaux relativement élevés de liquidités au début de la période estivale ont tenu lieu de petit coussin mais n'ont pas pu nous protéger contre les fluctuations du secteur des

services pétroliers et gaziers, lesquelles ont surtout été ressenties lorsque les cours pétroliers ont atteint 40 USD le baril.

Notre exposition aux matières premières (cuivre, charbon et or, entre autres) a elle aussi pesé sur la performance. Les matières premières sont tombées à des plus bas sur 14 ans et les producteurs fortement endettés ont vu leurs cours obligataires chuter.

Bloomberg Commodity Index (BCOM)



Le graphique ci-dessus illustre la chute massive des prix des matières premières constatée au trimestre dernier, mais aussi sur une plus longue période ; Source : Bloomberg.

À l'avenir, en raison de notre exposition nordique, la performance sera dictée par l'issue et la restructuration de ces situations, et non par les fluctuations plus vastes du marché du crédit. Les portefeuilles exposés à des actifs durs dont les évaluations intègrent des décotes de 70 % sur les coûts de construction initiaux recèlent selon nous un potentiel haussier significatif.

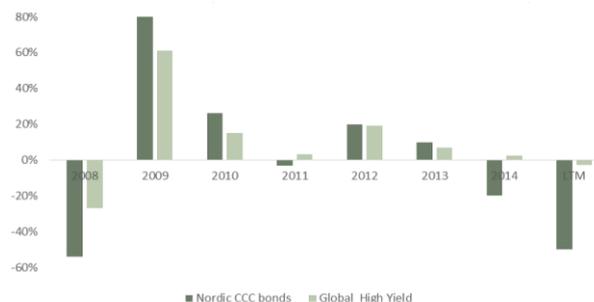
Stratégies des marchés émergents

Le troisième trimestre a été médiocre pour les marchés émergents, l'indice de référence JPM cédant 2,9 %. Nos fonds ont affiché des sous-performances de 2,0 % à 5,2 % par rapport à l'indice de référence du fait de leur concentration sur le haut rendement, c'est-à-dire de leur niveau de risque nettement plus élevé et de leur exposition aux services du pétrole et du gaz. L'écart de performance entre les fonds s'explique par certaines situations difficiles liées aux positions des fonds individuels.

Nos surexpositions à l'Europe de l'Est se sont bien comportées, les craintes liées au ralentissement chinois et aux changes entraînant un affaiblissement généralisé en Asie. À l'inverse, nos expositions aux métaux et aux mines ont sous-performé, à l'image de nos positionnements sur le pétrole et le gaz. Alors que le marché reflète des craintes majeures et que le monde émergent connaît ses premières sorties de fonds nettes depuis 1998, il existe suffisamment de moteurs pour créer des opportunités significatives à travers l'univers des marchés émergents. Nous avons hâte de saisir les opportunités qui découleront des matières premières ainsi que des flux de fonds à court terme.

Remarques finales

Performances historiques (titres « CCC » Nordiques contre indice de référence mondial à haut rendement)



Ce graphique montre que les pertes actuelles des 12 derniers mois subies par les obligations nordiques notées CCC sont comparables aux replis constatés pendant la crise financière de 2008.

Notre exposition aux obligations nordiques a coûté des points à la performance de nos fonds. Mais aujourd'hui, après près de 12 mois de performances négatives et d'évaluations extrêmement basses, j'ose dire que nous atteignons un plus bas et que des performances devraient en découler. Le pétrole peut certes encore tomber de moitié, ce qui entraînerait sans aucun doute de nouvelles vagues de ventes paniquées, mais nous avons atteint des niveaux de marché équivalents, voire inférieurs, à ceux de la crise de 2008.

Cette édition a été conclue le 9 octobre 2015.

Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

Signatory of:



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'informations clés 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 d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Les investissements peuvent uniquement être réalisés sur la base de ces documents. La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas l'intégralité du montant investi. Les investissements peuvent être exposés à des risques de change. L'investisseur encourt un risque supérieur en cas d'investissement sur les marchés émergents. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise de référence du fonds, sans tenir compte de la commission de souscription. Pour les investisseurs basés en Suisse, le représentant et l'agent payeur du fonds est Société Générale, Paris, Succursale de Zurich, Talacker 50, Case postale 1928, CH-8021 Zurich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.