



Lettre aux actionnaires – Obligations « Value »

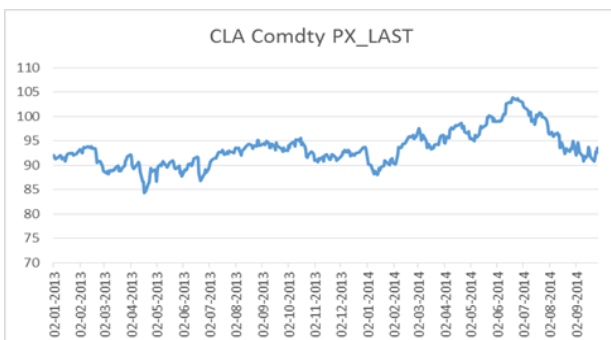
T3 2014

Aperçu des titres à revenu fixe

Les perspectives macroéconomiques du troisième trimestre sont devenues plus confuses à mesure que les principales économies empruntaient des chemins différents.

Les données macroéconomiques indiquent une croissance de 2,5 % environ pour les Etats-Unis en 2014, soit un taux inférieur aux prévisions effectuées plus tôt dans l'année. En Europe, les statistiques macroéconomiques ont été décevantes une fois de plus et les prévisions de croissance pour l'année ont été revues à la baisse, à 0,9% environ. La situation sous-jacente varie considérablement d'un pays à l'autre, mais les économies française et italienne semblent particulièrement confrontées à des difficultés, en raison de l'absence persistante de réformes structurelles majeures. L'Allemagne elle-même semble maintenant vulnérable, alors que la faiblesse du yen commence à menacer ses exportations. Le ralentissement en Chine s'est poursuivi, en dépit des réformes présentées plus tôt dans l'année, ce qui a eu des répercussions néfastes sur les cours mondiaux des matières premières.

Evolution du prix du pétrole depuis 2013 (ticker CLA)



Les matières premières dites « dures », telles que le minerai de fer et le cuivre, sont tombées à des niveaux qu'elles n'avaient pas connus depuis plusieurs années et les cours des

Titres

- Aperçu des titres à revenu fixe
- Haut rendement
- Investment Grade
- Marchés émergents

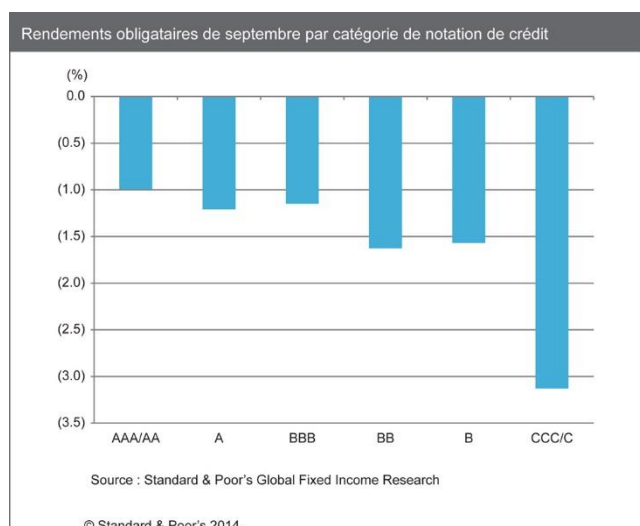
matières premières du secteur de l'énergie, notamment le pétrole et le gaz naturel, n'avaient jamais été aussi bas depuis 2 ans. Les risques géopolitiques liés aux tensions au Moyen-Orient d'une part et aux affrontements armés dans l'est de l'Ukraine d'autre part, ont également refait leur apparition.

Les politiques monétaires demeurent très laxistes, bien que la Réserve fédérale ait clairement annoncé son intention de réduire son programme massif de rachats d'actifs mis en place au premier trimestre de 2009. Les marchés s'attendent à ce que la Fed commence à relever ses taux au cours de 2015, mais celle-ci semble être en retard et pourrait donc repousser la date de la hausse des taux pour éviter de nuire à une reprise américaine plutôt fragile. En août, la Banque centrale européenne a abaissé son taux à 0,05 %, mais la réticence des responsables politiques à imposer davantage de réformes structurelles impopulaires pourrait obliger la BCE à s'engager dans une forme d'assouplissement quantitatif « à l'euro-péenne ».

La liquidité du marché de l'ensemble des actifs à revenu fixe continue de se détériorer de manière considérable. En effet, la réglementation politique accrue du secteur financier (notamment la loi Dodd-Frank, la règle Volcker et Bâle III) oblige de nombreuses banques à restructurer leurs *business models*, en

abandonnant leurs activités de banques d'investissement, notamment le commerce de matières premières, la négociation pour compte propre, la tenue de marché et autres.

Ces facteurs ont fortement contribué à la cession des actifs à risque sur la fin du troisième trimestre. Le dollar US s'est fortement raffermi, les obligations d'Etat ont progressé et le rendement de l'emprunt allemand à dix ans est tombé sous la barre de 1 % alors que les investisseurs se sont mis en quête des traditionnelles valeurs refuges. Le Royaume de Danemark a cédé son obligation de référence à 2 ans lors d'une vente en août pour un rendement de -0,04 % et les obligations de l'Etat allemand avec une maturité inférieure à 4 ans se négocient toutes à un taux de rendement négatif. Ces signes montrent clairement la tension qui règne sur les marchés financiers.

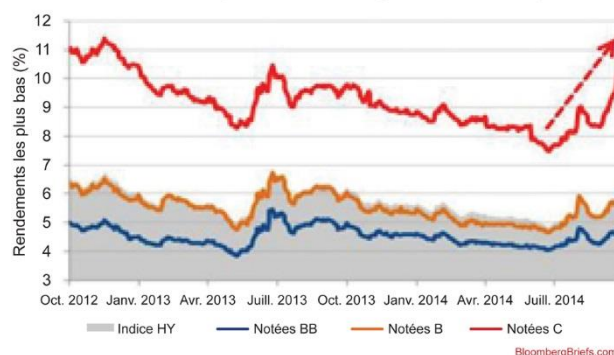


Obligations « Value » – Haut rendement

Le volume des nouvelles émissions dans le secteur du haut rendement européen a progressé de manière importante en 2014 et il est en voie d'atteindre des niveaux jamais égalés depuis que l'emprunt des sociétés européennes a été détourné de son canal traditionnel de financement par les banques après 2008. La qualité de crédit des nouvelles émissions européennes est généralement intéressante, mais elle offre un contraste saisissant avec les nouvelles émissions du secteur américain du haut rendement dont la qualité de crédit manque d'attrait du fait de l'existence de clauses (*covenants*) peu favorables et de caractéristiques peu attrayantes, comme les PIK (*Payment-In-Kind*). Ceci, conjugué au risque de hausse des taux d'intérêt américains, encourage Sparinvest à conserver une sous-pondération en obligations américaines.

Les stratégies « haut rendement » de Sparinvest ont enregistré une sous-performance significative en août et en septembre à cause d'un regain d'intérêt général pour la qualité. La sous-performance des stratégies est donc due à une liquidation générale des titres dans le segment du haut rendement (la plus importante depuis 2011), à une durée nettement inférieure à celle de l'indice de référence ainsi qu'aux facteurs d'illiquidité décrits ci-dessus. Les sociétés de petite capitalisation ont également réalisé une sous-performance et le biais du portefeuille en faveur des investissements liés aux matériaux et aux matières premières (principalement le pétrole et le minerai de fer) a souffert de la chute des prix des matières premières. Il convient de noter sur ce point que les pertes subies par les portefeuilles sont largement dues au prix du marché et non pas à une augmentation des cas de défaut. Les portefeuilles d'obligations « Value » à haut rendement sont bien diversifiés, avec 70 à 130 participations (selon le portefeuille de titres détenus) et ils ont encore un faible taux de défaillance. Toutefois, les investissements dans deux sociétés liées au minerai de fer semblent particulièrement menacés en raison de l'effondrement du prix du minerai de fer, avec une chute de plus de 40 % en 2014 qui a littéralement ruiné les « business models » de ces sociétés. Nous sommes également confrontés à une augmentation du nombre de cas en difficulté, principalement dans le secteur du pétrole mais aussi deux investissements liés à l'Ukraine. L'équipe se consacre activement à la restructuration de ces opérations afin d'optimiser la valeur des investissements.

Les obligations notées C ont atteint un plus bas niveau sur 22 mois lors de la liquidation des obligations à haut risque



Les investisseurs doivent savoir que, en dépit de la récente sous-performance, les portefeuilles détiennent des obligations de sociétés dont le rendement est supérieur à celui de l'indice de référence et le *carry* de ces investissements devrait atténuer les pertes de valeur de marché. Cela constitue l'essence même

de la stratégie obligations « Value » de Sparinvest qui, en s'appuyant sur un processus exclusif d'investissement *bottom-up*, avec une analyse approfondie du crédit, permet d'obtenir un *credit carry premium* supérieur par rapport à l'indice ou aux indices de référence.

Obligations « Value » – Investment Grade

Les obligations de société « Investment Grade » ont réalisé une bonne performance au cours du troisième trimestre car les taux d'intérêts ont généralement connu un recul et les écarts de taux se sont légèrement resserrés. Les sociétés notées « Investment Grade » ont largement émis des emprunts à plus long terme au cours de l'année ou des années écoulées afin de tirer profit des taux de financement à des niveaux historiquement bas. En conséquence, les durations des indices de références ont augmenté et actuellement la durée de l'indice Merrill Lynch Global Broad Market Corporate est d'environ 6 ans. Le marché des titres « Investment Grade » est de plus en plus dominé par l'émission de dettes bancaires, étant donné que la nouvelle réglementation du secteur financier oblige de nombreuses banques à transformer leurs besoins et leurs structures de financements. Cela crée des opportunités pour des investisseurs prudents, comme Sparinvest, qui se réfèrent dans l'allocation dans le secteur financier.

La stratégie « Investment Grade » a été légèrement plus efficace que prévu au cours de la période, la qualité supérieure des investissements soigneusement analysés et sélectionnés ayant atténué les effets négatifs du biais des (plus) petites capitalisations.

Obligations « Value » – Marchés émergents

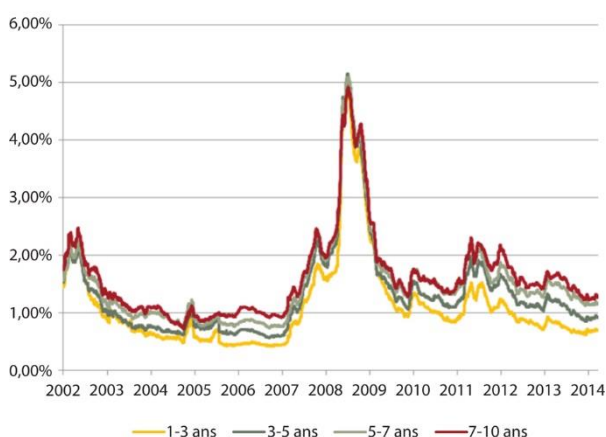
De manière générale, les classes d'actifs des marchés émergents demeurent quelque peu sous pression, en raison du risque de liquidation suscité par un scénario de réduction des achats d'actifs par la Réserve fédérale. De plus, les inquiétudes géopolitiques et liées aux perspectives macroéconomiques ont contribué à augmenter les primes de risque des actifs des marchés émergents. Ceci dit, la dévaluation de certaines devises locales des marchés émergents a généré certains cas « Value » intéressants où les sociétés ont connu des améliorations importantes au niveau des flux de trésorerie et de la rentabilité, du fait de la réduction des coûts de production basés sur la devise locale et d'un flux de revenus exprimé en monnaies fortes comme le dollar US. L'équipe Obligations « Value » a identifié (et investi) dans un certain nombre de sociétés des marchés émergents qui semblent considérablement plus solvables que les pays dans lesquelles elles sont domiciliées. Néanmoins, quelques titres détenus en portefeuille sont exposés à la crise ukrainienne ainsi qu'à la Russie. De ce fait, Sparinvest contrôle et surveille de près les sanctions politiques officielles imposées par l'Union européenne.

La performance de la stratégie reste satisfaisante et le fonds Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds (les catégories d'actions R et I libellées en EUR) s'est récemment vu attribuer la notation la plus élevée de Morningstar : 5 étoiles.

L'équipe Obligations « Value » de Sparinvest

6 octobre 2014

Écart de taux des titres Investment grade du secteur financier



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.