



Lettre trimestrielle – Value Bonds

T4 2015

Cher investisseur,

En février 2016, l'année du mouton du calendrier chinois arrivera à son terme. 2015, et surtout son dernier trimestre, ont plutôt donné l'impression d'être placés sous le signe de la brebis galeuse. On a accusé la transition de la Chine d'une économie manufacturière – affichant une croissance à deux chiffres – à une économie menée par la consommation – progressant à un rythme bien inférieur – d'être responsable d'une grande partie des maux des marchés mondiaux du crédit. Le quatrième trimestre en particulier a été dominé par les matières premières, qui ont continué de tomber en dessous de planchers sur plusieurs années, qu'il s'agisse du pétrole, du cuivre ou du charbon.

Si nous avons continué d'observer une faiblesse des marchés liés au pétrole tels que le marché obligataire norvégien, les sociétés internationales de l'énergie ont été particulièrement affectées à l'approche de la fin d'année et des implications techniques diverses qui l'accompagnent. Le marché a fait l'objet d'une correction massive, surtout au niveau du haut rendement, probablement due au repositionnement à l'approche de la Nouvelle année ou à l'ajustement des notes des positions non liquides. La suspension, par certains gestionnaires d'actifs importants, des rachats quotidiens au sein de leurs fonds de crédit a semé la peur et poussé les investisseurs à rechercher des liquidités sur un marché déjà non liquide. Il ne fait aucun doute que les autorités de réglementation aux Etats-Unis et en Europe font face à un difficile problème étant donné qu'elles ont supprimé la capacité des banques à investir dans des obligations lorsqu'un besoin de liquidités se faisait ressentir, asséchant ainsi la liquidité des marchés obligataires. La croissance simultanée des produits à liquidité quotidienne passive tels que les ETF n'a fait qu'accentuer la volatilité dans notre domaine.

Quelques temps forts du quatrième trimestre 2015 : notre stratégie Investment Grade a connu un trimestre très solide

grâce auquel tous les fonds ont affiché une performance (brute) positive sur l'année. Ce résultat solide a été récompensé par une note Morningstar de 4,5 étoiles pour nos fonds Investment Grade. Sur le trimestre, nous avons aussi lancé notre nouveau fonds 2019 50 % investment grade et 50 % haut rendement dans la continuation de notre gamme de fonds à échéance. Nos fonds 2018 se sont bien comportés en dépit des turbulences. Cependant, nos fonds à maturité plus courte ont continué de souffrir de leur exposition au pétrole et au gaz norvégiens. De même, nos fonds sur les marchés émergents sont restés à la traîne du fait de leurs expositions à l'énergie et aux mines. Ces stratégies, en particulier, incluent désormais des situations spéciales dont les évaluations sont attrayantes et qui devraient doper la performance en 2016.

Haut rendement

Le fonds à haut rendement a fini l'année avec une performance totale négative de plus de -14 %, ce qui est très décevant au vu du repli de 2 % essuyé parallèlement par l'indice de référence.

Il va sans dire qu'en 2015, le prix du pétrole et la Chine – les deux revers d'une même médaille selon certains – ont été les deux moteurs principaux de la performance. Lorsque l'économie chinoise a marqué une pause, la demande de matières premières lui a emboîté le pas. Le mois de décembre s'est montré extrêmement négatif pour les marchés mondiaux du haut rendement, qui ont affiché leur première performance annuelle négative depuis la crise financière de 2008.

Alors que les prix du pétrole chutaient, toutes les activités et actifs y relatifs ont suivi le même chemin. Seuls quelques titres du portefeuille n'ont pas été affectés par cette chute, le reste étant tiré vers le bas par le marché. Même les leaders sectoriels bénéficiant pourtant d'une efficacité élevée, d'une forte couverture contractuelle et de nouveaux actifs n'ont pu

résister face à la faiblesse des cours pétroliers et à ses effets sur les marges bénéficiaires. Cependant, ce sont surtout les petits acteurs du segment des services sismiques et pétroliers qui ont souffert en 2015, plusieurs d'entre eux ayant mis la clé sous la porte ou se battant pour rester à flot.

L'exposition à l'énergie a été à l'origine d'une perte totale de plus de 10 % sur l'année. La partie restante du portefeuille s'est plus ou moins alignée sur l'indice de référence. Parmi les sociétés de l'énergie, une poignée de titres ont évolué en terrain positif – certains grâce à une restructuration réussie et d'autres dans le cadre d'activités de fusions-acquisitions. Nous avons constaté un regain d'appétit pour le risque à la mi-2015, mais même les preneurs de risque les plus extrêmes se sont retirés à mesure que la baisse du pétrole se poursuivait.

Les financières ont affiché les meilleures performances sectorielles en 2015, les marchés considérant la suppression continue des risques au sein du secteur bancaire comme très positive, surtout dans le contexte actuel. Notre allocation a cru de 1,5 % grâce à l'exposition de 25 % à ce secteur.

La tendance négative de 2015 s'est maintenue en ce début d'année avec de fortes fluctuations sur tous les marchés financiers. Tous les grands marchés boursiers ont subi d'importantes pertes en janvier sur fond de mauvaises nouvelles venant de Chine et d'incertitude quant à la croissance aux Etats-Unis et en Europe.

Par ailleurs, les prix des matières premières ont encore reculé sur le mois, le cours du Brent s'effondrant à 28 USD/baril, son plus bas niveau depuis 2001. Les rumeurs liées à une éventuelle rencontre entre les pays de l'OPEP et hors OPEP, y compris la Russie, ont entraîné une légère reprise de l'or noir.

Le fonds a sous-performé l'indice de référence d'environ 1 point de pourcentage en janvier.

Les fluctuations massives des cours pétroliers ont choqué les marchés une fois de plus, la contribution des sociétés de l'énergie au portefeuille s'inscrivant à -1,5 %. Seule notre exposition à Petrobras est parvenue à résister aux pressions et à générer une performance légèrement positive. Le flou quant à l'orientation de l'économie mondiale s'est aussi traduit par des pertes pour les financières en général.

Les meilleurs résultats ont été obtenus par la santé, secteur dans lequel l'une de nos entreprises américaines s'est remise des chiffres médiocres qu'elle avait présentés en octobre dernier.

Le positionnement global du fonds – réparti entre les situations spéciales d'une part et des crédits plus défensifs

d'autre part – lui a permis de bien se comporter dans un contexte de contraction des écarts, mais a été à l'origine d'une sous-performance lors d'événements ayant entraîné un assèchement du crédit.

Nous prévoyons encore une certaine turbulence au niveau du haut rendement à court terme, en étroite corrélation avec la volatilité des prix des matières premières. Nous pensons que les prix devraient se stabiliser davantage à long terme vers la fin de l'année 2016 et lentement renouer avec un équilibre durable.

Investment Grade

La performance du fonds IG a fini l'exercice 2015 inchangée, alors que l'indice de référence a cédé 0,5 %.

Les principales contributions à la performance sont venues des financières et des industrielles, tandis que les services aux collectivités ont fermé la marche.

S'agissant des régions, l'exposition européenne s'est taillé la part du lion en matière de performance. Au niveau des émetteurs, les principales contributions à la performance sont venues des obligations subordonnées du portefeuille.

En janvier, les obligations investment grade ont été dominées par deux tendances fortes mais opposées : la chute des taux d'intérêt et la hausse des écarts du crédit. Les taux d'intérêt américains, allemands et britanniques à 5 ans ont perdu 0,43 %, 0,27 % et 0,45 % respectivement et les rendements à 10 ans ont chuté presque aussi brusquement. La baisse des taux d'intérêt et le creusement des écarts ont été dus à un ralentissement de la croissance économique en Chine et à un fort repli des prix du pétrole en début d'année. Sous la surface de la timide performance de l'indice de référence en janvier (0,4 %) se cache une perte estimée de 1,8 % causée par le creusement des écarts et un gain d'environ 2,2 % résultant de la chute des taux d'intérêt.

La performance de janvier a été plus ou moins conforme à celle de l'indice de référence. Le fonds a été plombé par des écarts de crédit plus prononcés qui ont coûté à peu près 1,6 % à sa performance, mais il a bénéficié d'une contribution positive d'environ 1,8 % venant de l'effondrement des taux d'intérêt. Par rapport à l'indice de référence, le fonds a légèrement mieux résisté au creusement des écarts, mais il a moins profité du recul des taux d'intérêt du fait de sa durée inférieure à celle de l'indice de référence.

Les technologies de l'information, l'industrie et la consommation discrétionnaire ont été les principaux moteurs de la performance absolue, tandis que l'énergie lui a coûté

des points. Par rapport à l'indice de référence, l'énergie a toutefois été à l'origine d'une contribution positive étant donné que le fonds est sous-exposé au secteur.

Au niveau des régions, la majorité de la performance à la fois absolue et relative a été générée par l'exposition du fonds à l'Amérique du Nord, tandis que la part européenne s'est révélée défavorable.

Marchés émergents

Le fonds a réalisé une sous-performance décevante de près de 10 % par rapport à l'indice de référence, surtout du fait des surpondérations des titres à haut rendement de l'énergie et des matériels.

La Chine a dévalué son yuan à la mi-août, les autorités de réglementation chinoises cherchant ainsi à ce que le taux de change reflète mieux les forces du marché. Mais le marché a convenu que le motif réel était lié à la baisse des exportations. Un yuan plus faible et plus axé sur le marché profiterait à l'économie chinoise. D'autres ont affirmé que ces efforts visant à rendre le yuan plus réactif aux forces du marché cherchaient à aider la monnaie à accéder au panier de Droits de tirage spéciaux du Fonds monétaire international – une aide qui pourrait se révéler précieuse en cas de nouveaux problèmes. Le ralentissement de la croissance économique chinoise s'est traduit par un repli de la demande de matières premières, des métaux de base au pétrole. Les prix des matières premières ont subi des pressions, surtout pendant les six derniers mois de l'année. En conséquence, les sociétés exposées aux matières premières, surtout en Afrique et en Amérique latine, ont souffert.

L'année 2015 a aussi été marquée par la géopolitique. Le conflit permanent entre la Russie et l'Ouest a marqué une pause et il semble que le Président Poutine tente d'apaiser quelque peu les tensions. Cette situation a entraîné une reprise des obligations d'entreprises russes et ukrainiennes grâce à laquelle l'Europe a mené la danse face aux autres régions.

L'impasse politique a dominé l'actualité au Brésil et le pays a été confronté à un scandale lié à des actes de corruption d'hommes d'affaires et de politiques. Le Brésil a sous-performé le reste de l'Amérique latine.

Les métaux de base se sont stabilisés en décembre après un mois de novembre brutal, mais le pétrole reste sous pression et sa spirale baissière s'est maintenue pendant le dernier mois de l'année. La liquidité sur le marché s'est montrée particulièrement médiocre vers la fin 2015, les banques

d'investissement ayant fait le tri dans leurs stocks. Les titres de crédit non investment grade ont nettement sous-performé en décembre. S'agissant des secteurs, le pétrole et le gaz ont été à la peine, tout comme des titres des métaux et des mines. En effet, les crédits d'Amérique latine et d'Afrique ont le plus souffert en décembre.

Le fonds a été surexposé aux titres liés aux matières premières, ce qui lui a valu de sous-performer l'indice de référence. Il a en outre surpondéré les crédits non-investment grade, lesquels ont aussi sous-performé l'indice.

Sur une note positive, le fonds a été surexposé aux titres de crédit russes qui ont mieux performé que l'indice.

C'est une société des transports industriels exerçant des activités en Amérique latine qui a affiché la performance la plus faible au sein du portefeuille. Alors qu'elle avait entamé des négociations avec les détenteurs de sa dette il y a un certain temps, la société s'est déclarée incapable d'honorer ses engagements obligataires en décembre.

A contrario, un spécialiste ukrainien de la viande et de la volaille s'est redressé grâce aux événements géopolitiques favorables et à la réussite des négociations relatives à la dette souveraine de l'Ukraine et a réalisé les meilleures performances du fonds.

Le sentiment a été défavorable au risque en janvier sur fond de repli du pétrole et de craintes relatives à la croissance. En particulier, les titres de crédit des marchés émergents se sont moins bien comportés que leurs équivalents mieux notés. Le fonds a sous-performé en janvier du fait de sa surexposition aux crédits à note inférieure.

Value Bonds 2016

Le fonds a terminé l'année 2015 avec une performance de 0,65 %, ce qui est très satisfaisant au vu des replis globaux de 3 % et de 1 % des marchés du haut rendement et investment grade, respectivement. En dépit de la contribution défavorable de l'exposition à l'énergie, la partie restante du portefeuille a profité de la chute des cours pétroliers.

L'exposition aux sociétés liées à l'énergie a coûté plus de 1,25 % à la performance totale, tandis que le reste du portefeuille a gagné près de 2 % sur l'année.

Le fonds reste assez fortement exposé à l'énergie, mais surtout aux grandes sociétés étatiques telles que Petrobras, Rosneft et Gazprom, qui devraient mieux survivre à la crise que les plus petits acteurs et sous-contractants. Les grands acteurs ont eux aussi suivi le reste du marché dans sa chute,

mais récupéreront le terrain perdu dès que l'offre et la demande renoueront avec leur équilibre naturel.

La performance de janvier s'est légèrement inscrite dans le rouge, restant toutefois supérieure à celle des marchés plus vastes.

Value Bonds 2017

Le fonds a enregistré une performance négative sur l'année, réussissant pourtant à se maintenir en terrain positif au dernier trimestre.

La principale contribution négative est venue des émetteurs du portefeuille liés à l'énergie ainsi qu'à une nouvelle détérioration des prix d'une activité brésilienne de négociation de matières premières agricoles en défaut de paiement. Une société minière a été à l'origine de la plus forte contribution, sa restructuration ayant entraîné de nouveaux engagements de capitaux de la part des actionnaires en échange de l'approbation, par les détenteurs d'obligations, de nouvelles renonciations à des clauses restrictives. En ce qui concerne les secteurs, ils ont tous pesé sur la performance au vu de la faiblesse généralisée du haut rendement.

En janvier, le fonds a évolué dans le rouge du fait de l'atonie globale du haut rendement et de son exposition aux matières premières. La contribution mensuelle la moins prononcée est venue de nos positions non notées ainsi que des matériaux. Dans ce secteur, la performance la plus mauvaise a été liée à la chute du cours d'une société minière, qui s'est aggravée en dépit de nouvelles opérationnelles très positives émises par la société pendant le mois. Parallèlement, nous avons vu les titres de l'énergie à travers le fonds faire l'objet d'une réévaluation. Au sein du portefeuille, la performance la plus élevée est revenue aux expositions à la consommation cyclique ainsi qu'à la santé.

Value Bonds High Yield Short Duration 2018

En dépit du creusement général des écarts au quatrième trimestre, le fonds est parvenu à progresser de 0,55 %, finissant l'année à peu près au même niveau que celui auquel elle l'avait entamée.

A l'échelle sectorielle, les sociétés liées à l'énergie ont une fois de plus été les principaux moteurs de la mauvaise performance et le secteur a été le seul à apporter une contribution négative en 2015. Le fonds ne lui est exposé qu'à hauteur de 10 %, aussi la crise du pétrole l'a-t-elle moins touché que le reste du marché.

Les financières ont affiché les meilleures performances sectorielles, les marchés considérant la suppression continue des risques au sein du secteur bancaire comme très positive, surtout dans le contexte actuel. Le portefeuille a crû de presque 1 % grâce à l'exposition de 18 % à ce secteur.

Il a en revanche réalisé une performance négative en janvier, à l'image de la faiblesse du haut rendement.

Le secteur de l'énergie a affiché les performances sectorielles les plus mauvaises du portefeuille en janvier. Le secteur financier s'est inscrit quant à lui en deuxième place des secteurs négatifs du portefeuille après avoir perdu sa forte dynamique de 2015. Les technologies de l'information et les matériaux ont mené la danse parmi les secteurs du portefeuille.

Value Bonds 2018 50/50

Le fonds a terminé l'année avec une performance décevante et perdu un peu plus de 1,5 %. Il convient de garder à l'esprit que le fonds a perdu au moins 1 % pendant la phase initiale en raison d'actifs sous gestion très faibles.

Dans le segment investment grade, aucun secteur ni aucune société unique ne se sont distingués du point de vue de la performance. Le segment dans son ensemble a quant à lui été affecté par le sentiment négatif.

Parmi les émetteurs à haut rendement, la contribution la plus défavorable est venue d'une société américaine offrant des solutions de détail en libre-service dans les domaines de la location de DVD et de jeux vidéo ainsi que du comptage des pièces. La société a revu ses prévisions à la baisse pour 2016 par rapport à l'année précédente, et l'obligation a cédé 10 %.

La contribution la plus élevée est venue d'une société norvégienne du forage dont nous sommes parvenus à réorganiser et à optimiser l'activité de telle sorte en 2015 qu'elle a fini par pouvoir rembourser la majorité de son principal.

En janvier, ce fonds a également été touché par l'évolution globale des écarts mondiaux, qui s'est traduite par une perte de 0,7 %.

L'énergie a aussi affiché les performances les plus mauvaises du portefeuille en janvier, suivie du secteur financier. Les technologies de l'information et la santé ont mené la danse au sein du portefeuille.

La position la moins performante du fonds était occupée par un producteur de pétrole kurde. La société génère l'essentiel de son chiffre d'affaires grâce aux paiements d'exportations

pétrolières de la part du gouvernement kurde. La chute des cours pétroliers a mis le budget public kurde à mal et a donc rendu les paiements aux producteurs de pétrole kurdes plus incertains. Cette situation s'est toutefois améliorée après la fin du mois sur fond de clarté accrue sur le plan politique.

En janvier, les positions les plus performantes ont été occupées par un prestataire de services aéroportuaires qui a racheté ses obligations en fin de mois et par une société informatique d'Amérique du Nord ayant le statut d'ange déchu et qui fait actuellement l'objet d'une opération de fusion-acquisition.

Dans l'ensemble, 2015 et le début 2016 se sont montrés très difficiles pour les investisseurs en obligations d'entreprises. Aussi bien le haut rendement que le segment investment grade ont affiché leurs premières performances annuelles négatives depuis sept ans et nous avons vu plusieurs gestionnaires de fonds clôturer leurs fonds en raison de pertes extrêmes et d'un manque de liquidité. Nous sommes d'avis que les marchés resteront houleux, marqués par une forte volatilité, pendant l'année, mais pensons qu'ils renoueront doucement mais sûrement avec des niveaux plus normaux et qu'il restera une multitude d'opportunités intéressantes à exploiter.

Cette édition a été conclue le 4 février 2016.

Sparinvest a signé les principes UN PRI et est membre d'Eurosif et de Dansif.

Les principes UN PRI sont une initiative des investisseurs internationaux parrainée par l'ONU et fondée sur six principes pour des investissements responsables. Le but est d'aider les investisseurs à activement intégrer les questions de gouvernance, environnementales et sociales à 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 (DIC) et aux derniers rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement dans les 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.