

SANSO SHORT DURATION : Communication sur les derniers mouvements de marché

Le 30/05/2018

1. Les dernières évolutions du marché

Le rejet dimanche dernier par le président italien du gouvernement formé par Giuseppe Conte a généré une volatilité considérable sur les marchés au cours de deux derniers jours.

Les variations extrêmes qui ont secoué hier les marchés obligataires et plus particulièrement le marché italien nous ont rappelé les grands moments de stress de la crise de 2011.

Un grand écart s'est opéré au sein de la zone euro entre les taux des pays périphériques qui ont fortement monté et les taux des pays cœurs qui, servant d'actifs refuges se sont nettement détendus. Les craintes de sortie de l'Italie de la zone euro se sont matérialisées par de violents mouvements sur la partie courte de la courbe souveraine italienne.

Les taux d'états italiens à 2 ans sont ainsi passés de -0.05% vendredi 25 mai à +0.42% lundi 28 mai et à +1.82% mardi 29 mai.

L'écartement des taux à 2 ans entre les papiers d'Etat italien et allemand sur la seule journée de mardi a atteint 161 pbs, soit un mouvement supérieur à celui de la pire journée de la crise de 2011.

Ce mouvement de défiance sur l'Italie a affecté non seulement les obligations des émetteurs italiens mais aussi tout le marché du crédit avec un mouvement particulièrement important sur les obligations financières subordonnées.

Les variations des indices Itraxx sur la journée d'hier (mardi 29 mai) reflètent le violent mouvement d'écartement des spreads de crédit. Ainsi l'indice Itraxx Crossover des signatures BBB+ à BB- sur lesquelles le fonds Sanso Short Duration est majoritairement investi s'est élargi de 21bps sur la journée. Dans le même temps, les indices du secteur financier se sont aussi très nettement tendus avec +17 bps pour les émissions seniors et surtout +43 bps sur les émissions subordonnées.

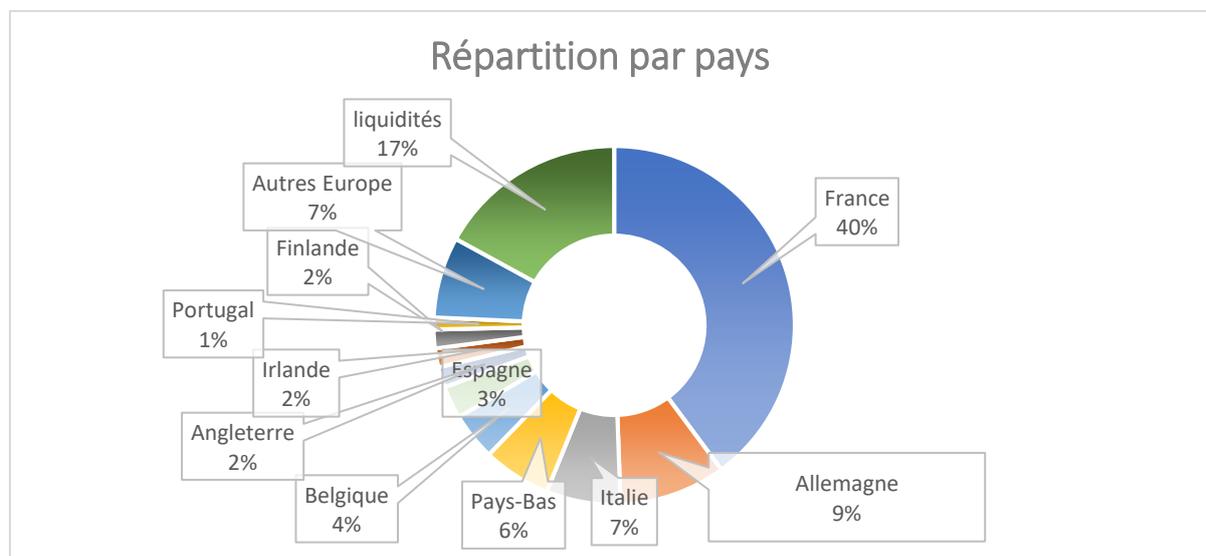
2- L'impact sur la valorisation du fonds

Le cumul de ces mouvements a impacté la valorisation du fonds Sanso Short Duration de façon significative.

Pour bien comprendre le comportement du fonds dans le contexte actuel, il nous est apparu important de refaire un point sur notre positionnement et sur nos anticipations.

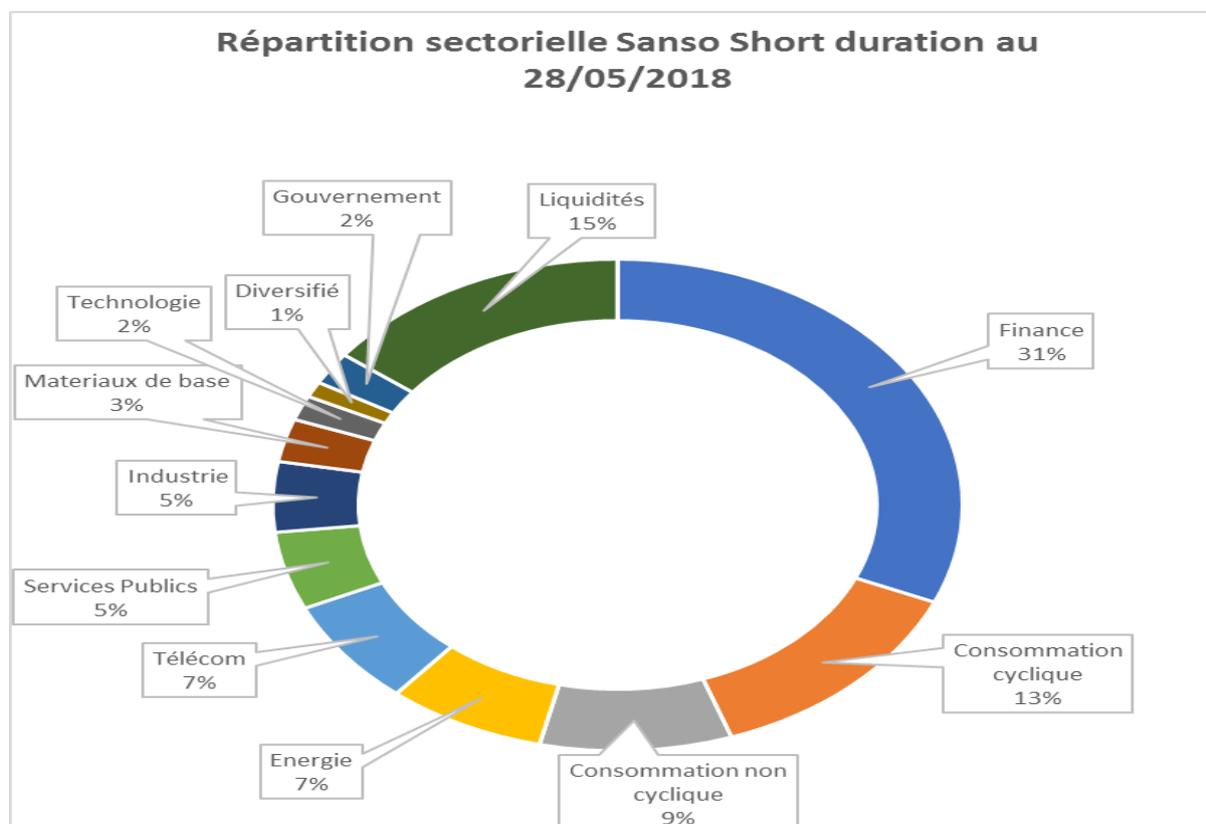
En termes d'exposition sur l'Italie, nos positions actuelles représentent **6.65%** de notre encours total dont 3.64% sur le secteur financier. Cette exposition relativement limitée a contribué pour **67%** de la contre-performance sur la journée d'hier.

Vous trouverez la répartition géographique du fonds ci-dessous :



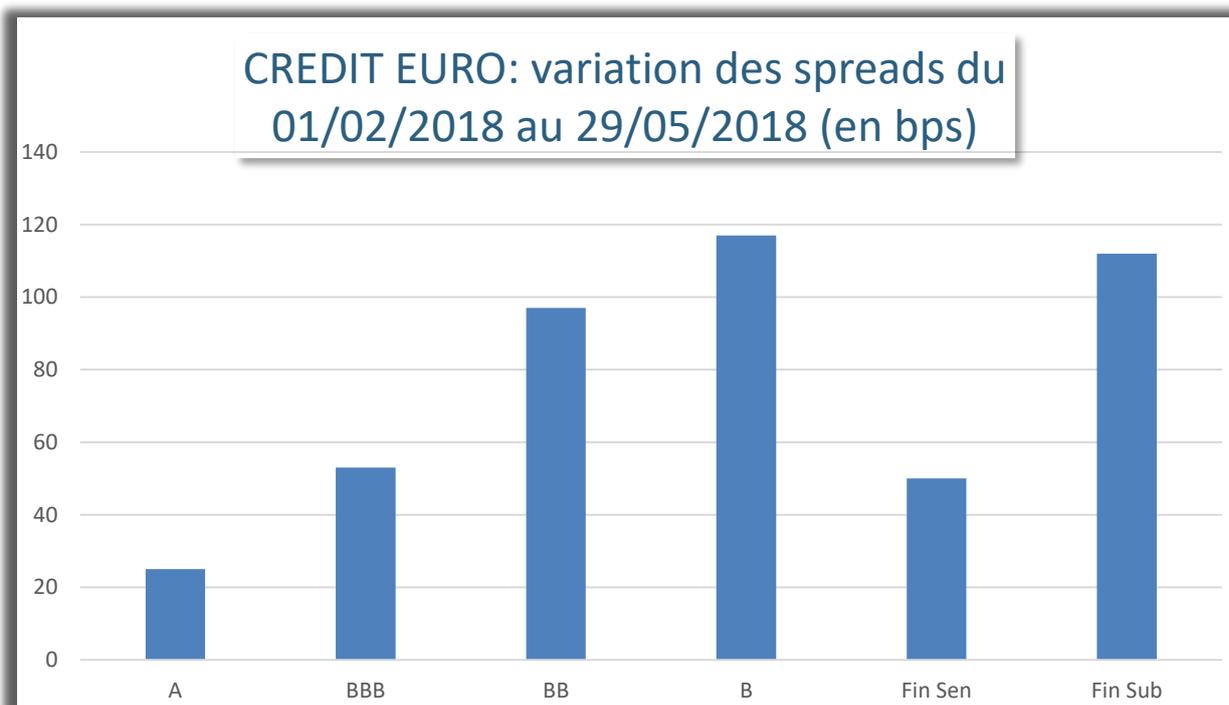
En termes de répartition sectorielle, le fonds est exposé au secteur financier à hauteur de 31% de son encours dont une majorité d'émissions subordonnées, soit 27%.

Le secteur financier (Italie incluse) a représenté 78% de la contre-performance sur la journée du 29/05. Vous trouverez la répartition sectorielle du fonds ci-dessous.



3- Nos convictions :

- La crise italienne de ces derniers jours intégrant **un scénario de sortie de l'Euro par l'Italie n'est pas notre anticipation**. L'incertitude politique italienne a provoqué un excès de marché très important qui va progressivement être corrigé.
- La crise italienne nous **renforce dans la conviction** que les taux directeurs de la zone euro vont rester **durablement bas**.
- L'aplatissement de la courbe des taux des pays cœurs de la zone euro laisse beaucoup de place à un scénario de **repentification** d'ici la fin de l'année, ce qui donne un **réel avantage** à positionner ses investissements sur la **partie courte de la courbe Euro**.
- La croissance mondiale va rester forte en 2018 et en 2019, la **croissance européenne** qui a fléchi au cours des derniers mois **va être renforcée** au deuxième semestre par la **baisse de l'euro** contre la plupart des devises.
- Le fort mouvement d'**élargissement des spreads** (voir plus bas le mouvement d'élargissement par rating depuis le 01/02/2018) implique un moment difficile en « mark-to-market » mais nous offre aussi de **belles opportunités d'investissement**. Le fonds Sanso Short Duration dispose de 17% de liquidités ou quasi-liquidités pour saisir ces opportunités.
- Le rendement actuariel du fonds est passée de 1.22% en début d'année à 2.04%**. En dehors de la gestion active des positions qui est le principal moteur de performance du fonds, **la contribution du portage va être beaucoup plus forte** et va contribuer à effacer rapidement la baisse encourue ces derniers jours



Conclusion :

Malgré une incertitude politique importante qui va persister pendant plusieurs mois en Italie, nous restons convaincus que le scénario du pire (sortie de l'Euro) ne doit pas être retenu. Dans le contexte actuel, le positionnement à court terme du fonds et sa gestion active nous semble toujours pertinent. L'élargissement des spreads est pénalisant pour les valorisations mais présente de bonnes opportunités d'investissements.

Philippe DOUILLET
Gérant Obligataire