

SANSO SHORT DURATION : POINT SEMESTRIEL ET PERSPECTIVES

Le 05/07/2018

1. Récentes évolutions du marché obligataire en euro

Le premier semestre 2018 s'est achevé dans un contexte de forte tension sur les marchés obligataires. Si la volatilité s'était déjà accrue à partir du mois de février avec des perspectives de moindre croissance dans la zone euro, le sentiment d'aversion aux risques s'est réellement renforcé au cours des mois de mai et de juin avec la formation d'un gouvernement eurosceptique en Italie et la montée en puissance de la rhétorique protectionniste américaine.

Malgré les fortes variations subies par la courbe des taux italienne au mois de mai, au global les échéances courtes des taux souverains de la zone euro ont peu varié sur le premier semestre (+0,01% et -0,03% sur les taux 2 et 3 ans français).

La volatilité du marché obligataire est donc principalement venue d'un fort écartement des spreads de crédit. La variation des indices Itraxx sur les six premiers mois de l'année reflète l'importance de ce mouvement. Ainsi l'indice Itraxx Crossover des signatures BBB+ à BB- sur lesquelles le fonds Sanso Short Duration est majoritairement investi s'est élargi de +87bps au cours du premier semestre. Sur la même période, les indices du secteur financier se sont parallèlement tendus de +46 bps pour les émissions seniors et de +76 bps sur les émissions subordonnées.

Pour de nombreux émetteurs, les mouvements de spreads ont été très largement amplifiés par la faible liquidité du marché, les décalages ont donc été très violents mais le plus souvent avec des volumes échangés peu significatifs. Si pour certaines émissions, un écartement des spreads apparaissait justifié afin d'assurer une juste rémunération du risque crédit, dans de multiples cas, nous sommes passés d'une exagération à une autre.

2. L'impact sur la valorisation du fonds

D'une façon globale, l'écartement des spreads de crédit et la faible liquidité du marché ont mis les valorisations des portefeuilles obligataires sous pression au cours des mois de mai et de juin.

Malgré son positionnement très défensif dans la courbe des taux et le maintien d'une forte poche de liquidité, le fonds Sanso Short Duration n'a pas pu échapper à la pression du marché au cours des deux derniers mois.

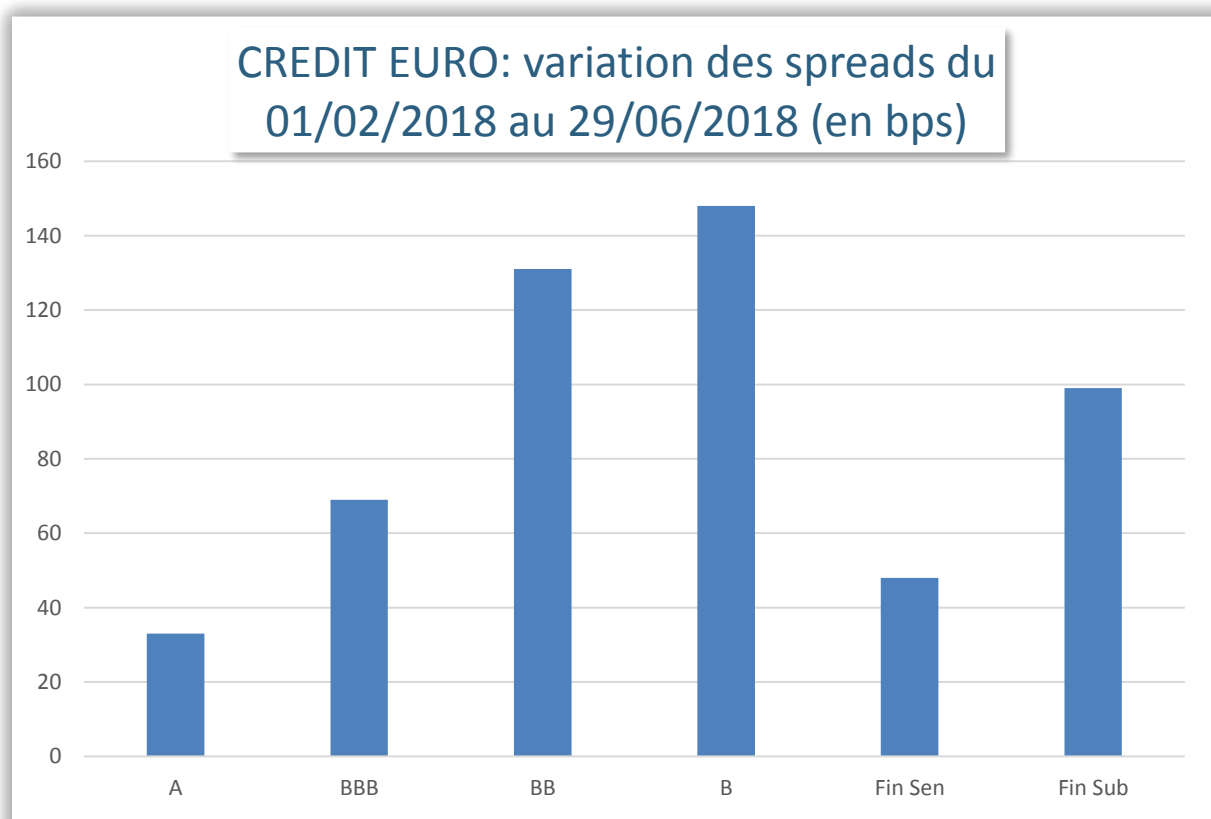
La valorisation du fonds qui avait bien résisté aux premiers mouvements d'élargissements des spreads en début de semestre, a subi deux reculs successifs en mai et en juin de -1,26% et de -0,82%. La performance du fonds depuis le début de l'année est donc descendue à -2,01% fin juin.

Si l'élargissement des spreads a concerné tous les segments du marché, les obligations italiennes, le secteur financier et les émissions à taux variable ont été plus spécifiquement touchés. A titre d'illustration, la poche du fonds investi en taux variable (15% de l'encours), a contribué négativement à hauteur de -0,49% sur le semestre sous l'impact de l'aplatissement de la courbe des taux.

Notre exposition nette sur l'Italie n'a pas dépassé 5% sur le semestre, mais nous a coûté -0,24% de performance.

3. Les perspectives pour le deuxième semestre 2018 :

- a. Nous notons d’abord que la BCE est venue valider le 14 juin au cours de la dernière conférence de politique monétaire notre anticipation de maintien des taux à court terme aux niveaux les plus bas jusque fin 2019. Le risque d’une remontée significatives des taux à court terme est maintenant repoussé au plus tôt en 2020. Le positionnement de Sanso Short Duration avec des investissements de 1 à 3 ans nous semble donc toujours optimal.
- b. Le fort mouvement d’élargissement des spreads au cours des derniers mois redonne au fonds un potentiel de performance beaucoup plus important (voir ci-dessous la décomposition par rating des variations de spreads depuis le point bas du 01/02/2018).
A titre d’illustration, le rendement actuariel du fonds est passé sur ce dernier semestre de 1,22% à 2,37%. Même si ce n’est pas notre moteur principal, le potentiel de performance induit par le portage est aujourd’hui nettement plus fort qu’en début d’année.
Le marché a mis les valorisations des portefeuilles sous pression mais offre aujourd’hui de belles opportunités d’investissement avec un risque crédit bien rémunéré.
De plus, les pentes des courbes de crédit des émetteurs se sont fortement accentuées au cours des derniers mois. Ce mouvement, très favorable à la gestion active de Sanso Short Duration, offre aussi un potentiel de performance accru.



- c. Les perspectives de croissance mondiale restent fortes pour 2018 et pour 2019 malgré les risques d’un protectionnisme accru. La croissance européenne qui a fléchi au cours du premier semestre va se renforcer au deuxième semestre, aidée en cela par la baisse de l’euro. Les bilans et les perspectives de résultats des entreprises dans lesquelles nous sommes investis sont solides. Avec l’élargissement des spreads subi au cours du premier semestre, le risque crédit

est aujourd'hui bien rémunéré, la santé financière des entreprises ne justifie pas aujourd'hui d'écartement supplémentaire. Au contraire, elle offre aussi un potentiel de performance beaucoup plus fort avec des risques de défauts toujours très faibles.

- d. L'aplatissement de la courbe des taux en euro au cours du premier semestre 2018 a eu des effets négatifs sur certaines de nos positions, en particulier sur nos obligations à taux variable. Avec l'arrêt annoncé du programme d'achat d'actifs de la BCE fin 2018, on peut légitimement anticiper une repentification de courbe avec une remontée de 0,40% ou 0,50% des taux souverains à 10 ans. Ce mouvement de pentification pourra aussi offrir de nouvelles opportunités pour le fonds et permettre de retrouver une meilleure valorisation des positions à taux variable.

Conclusion :

La forte tension sur les spreads de crédit a lourdement pesé sur les valorisations obligataires du premier semestre. Comme souvent dans les périodes de stress de marché, les variations ont été amplifiées par l'absence de liquidité. Même si la montée des incertitudes au niveau du commerce mondial et de la construction européenne est propice au maintien d'une volatilité plus forte sur les marchés du crédit obligataire, nous sommes convaincus que l'exagération des mouvements de ces dernières semaines devrait se corriger progressivement au cours du deuxième semestre.

Le fonds Sanso Short Duration avec sa faible sensibilité et dans un environnement de taux à court terme durablement bas est idéalement positionné pour capter les corrections sans s'exposer trop lourdement à la volatilité du marché.

La plus forte pentification des courbes de crédit va permettre au fonds de développer son process de gestion active de façon plus efficace au cours du deuxième semestre. Nous restons donc convaincus qu'avec un portage plus élevé et une gestion active plus dynamique, le fonds a aujourd'hui un beau potentiel de performance pour les prochains mois, un potentiel qui devrait lui permettre de récupérer largement le terrain perdu au cours du premier semestre.

Philippe Douillet