

Rapport trimestriel / 28.6.2024

Vontobel Fund II – Fixed Maturity Emerging Markets Bond 2026

Document de marketing pour les investisseurs institutionnels en: AT, CH, DE, ES, FR, GB, IT, LI, LU.

Évolution du marché

Le marché orienté exclusivement sur la prise de risque, auquel nous avons assisté au premier trimestre 2024, a été suivi d'un marché de consolidation, mais en grande partie constructif pour les actifs à risques, tels que les obligations des marchés émergents (EM). Les rendements des obligations d'État américaines à dix ans ont progressé de 4,2 à 4,7 %, un pic atteint vers la fin avril, avant d'enregistrer un recul partiel pour finir le mois de juin à 4,4 %. Pendant ce temps, le dollar américain s'est renforcé de près de 1 %, tel que mesuré par l'indice DXY. Les anticipations des investisseurs concernant le moment auquel la banque centrale américaine (Fed) réduira ses taux directeurs n'ont cessé de fluctuer au gré des chiffres de l'inflation et du marché du travail. Aujourd'hui, à quatre mois de l'élection présidentielle américaine, alors que la Fed maintient ses taux directeurs stables, la probabilité qu'une baisse intervienne avant les élections s'amenuise. Le prix du pétrole brut Brent a débuté et terminé le trimestre à environ 86 dollars US (USD) le baril, fluctuant dans une fourchette comprise entre 91 et 78 USD/baril. Il continue à être soutenu par les restrictions de l'offre d'approvisionnement imposées par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+), malgré la poursuite des tensions au Moyen-Orient.

Dans ce contexte, le marché des obligations EM a évolué à la baisse, mais seulement de manière modérée, ce qui fait que l'attention des investisseurs a été attirée vers les évolutions positives. Parmi ces dernières, citons les premiers signes d'une reprise économique en Chine, la fin de facto des opérations d'Israël dans le sud de la bande de Gaza (perturbées en juin par l'escalade avec le Hezbollah dans le nord), le maintien de l'accès aux marchés primaires pour une vaste gamme d'émetteurs EM à travers l'ensemble du spectre de crédit et la résolution de plusieurs restructurations à long terme, intervenues au lendemain du début de la guerre en Ukraine en 2022. Il est intéressant de noter que malgré les sorties subies par les fonds obligataires EM en monnaie forte durant la plus grande partie du second trimestre, ces fonds ont terminé ce trimestre en territoire positif, bien que de justesse, à 0,7 milliard USD.

Les spreads des obligations d'État des marchés émergents se sont élargis de 340 à 400 points de base (pb), tel que mesuré par l'EMBI GD. Les deux tiers de cette évolution ont résulté de la réinclusion des obligations vénézuéliennes dans

l'indice. Les spreads des obligations d'entreprises des marchés émergents sont restés stables à 270 pb, tels que mesurés par le CEMBI BD.

Plusieurs sommets, dont celui qui a réuni les pays membres du BRICS+ (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud, Égypte, Éthiopie, Iran, Émirats arabes unis) et ses éventuels nouveaux membres, celui des pays du G7 (Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie, Japon, Canada, États-Unis) et ceux organisés par d'autres organisations occidentales, ont eu un impact sur les marchés émergents. Citons ici en particulier la conférence dédiée à la paix en Ukraine, qui s'est tenue en juin en Suisse. Elle a permis de prendre conscience du clivage entre l'«Occident», qui soutient clairement l'Ukraine, et le groupe de pays sous l'égide du BRICS, qui sont situés en majorité dans ce que l'on appelle le «Sud global» et qui soit hésitent à condamner la Russie, soit s'y opposent catégoriquement. Nous observons actuellement une tendance intéressante parmi les marchés émergents, qui cherchent à se positionner entre ces deux camps, désireux de conserver leur indépendance politique tout en préservant les partenariats économiques qui les unissent aux deux camps. En ce qui concerne les pays, des élections cruciales ont eu lieu dans trois pays: en Afrique du Sud, en Inde et au Mexique. En Afrique du Sud, le Congrès national africain (ANC) a perdu la majorité pour la première fois depuis la transition démocratique du pays, entraînant la formation d'une large coalition destinée à exclure du gouvernement les partis des extrêmes. Un tel gouvernement d'unité nationale est une bonne nouvelle, bien qu'il reste à voir dans quelle mesure il sera durable et viable. En Inde, le premier ministre Narendra Modi n'a pas obtenu la majorité attendue, mais est toutefois parvenu à former facilement une coalition avec des partis alliés. Au Mexique, Claudia Sheinbaum, la «protégée» du président sortant Andrés Manuel López Obrador (AMLO), a remporté sans surprise les élections présidentielles. Plus surprenant, son parti, le Movimiento Regeneración Nacional (Morena), est également parvenu à obtenir, au Congrès, la majorité des deux tiers prévue par la constitution et, au Sénat, a atteint un résultat presque équivalent, ouvrant ainsi la voie à la mise en œuvre prochaine d'un agenda politique plutôt controversé.

Revue du portefeuille

La taille du fonds s'est maintenue aux alentours de 500 millions USD tout au long du deuxième trimestre, s'établissant à 497 millions USD à la fin du mois de juin. Les sorties se sont élevées à 10 millions USD (premier trimestre: 5 millions

USD), un chiffre raisonnable à notre avis pour un fond fermé, qui ne peut plus recevoir d'entrées.

À l'exception de quelques transactions de «nettoyage du portefeuille» (voir ci-dessous), nous avons procédé à l'occasion à des transactions en raison de fluctuations des taux de change entre le dollar US (USD) et l'euro (EUR) ou le franc suisse (CHF), une part importante d'investisseurs détenant des catégories d'actions couvertes dans ces deux dernières monnaies. De plus, les deux obligations quasi-souveraines colombiennes Ecopetrol et Ocesa ont perdu leur statut Investment Grade. Par conséquent, nous avons décidé de céder Ecopetrol, étant donné qu'il se négocie actuellement à un spread bien trop serré par rapport à nos autres positions obligataires à haut rendement (HY) (qui atteignent collectivement déjà presque l'exposition maximale de 30 % que le fonds est autorisé à atteindre dans ce segment obligataire). À la place, nous avons acheté plusieurs nouveaux noms, tels qu'Iraq, Cencosud et Energo Pro, ainsi que plusieurs titres hongrois. Nous avons également vendu Grupo Axo au Mexique, profitant d'une bonne opportunité: l'obligation se négociait à 95 cents, jusqu'à ce que son émetteur ne décide d'une arrivée à échéance à plus de 101 cents. Sans attendre la procédure formelle, nous avons vendu notre position environ à ce niveau et réinvesti ailleurs. De telles opportunités sont rares sur le marché, mais lorsqu'elles se produisent, elles signifient que les fondamentaux de l'émetteur se sont améliorés.

Nous n'avons enregistré aucun nouveau cas de pertes de crédit permanentes. Fin juin, 1,4 % des actifs du fonds étaient investis dans des obligations dont le prix était inférieur à 65 cents (fin mars: 2,0 %). Cette part a diminué au deuxième trimestre pour les raisons suivantes: 1) nous avons cédé une partie de nos obligations Credivalores (qui se sont réévaluées de 30 à 25 pb) et l'ensemble de notre position dans Petrofac et MetalCorp (cette dernière ayant finalisé sa restructuration); 2) bien que la part de notre position dans les obligations Vanke (dont le prix a progressé à 64 cents) ait augmenté, notre position dans les obligations Longfor (dont le prix a progressé à 80 cents) a quitté la tranche des obligations inférieures aux 65 cents.

Parmi les principales expositions aux pays, la Chine a grimpé à la première place (9,9 % des actifs du fonds), suivie du Mexique (9,1 %) et du Chili (8,6 %), faisant chuter l'ancienne première position, la Colombie, à la quatrième place (7,8 %), en raison de la vente d'Ecopetrol.

À la fin juin, le fonds détenait 110 positions (fin mars: 113), avec une notation moyenne se maintenant à BBB-, à une distance confortable de la catégorie BB+. Le rendement à l'échéance est de 7,6 % après couverture en USD (fin mars: 8,7 %; fin décembre: 9,4 %), de 5,8 % après couverture en EUR et de 3,2 % après couverture en CHF. La principale raison du déclin du rendement à l'échéance n'est pas organique: nos calculs précédents incluaient GF Mega. Nous avons décidé d'exclure cette obligation (qui se négocie à 35 cents) de notre calcul de juin, sur fond de diminution de la probabilité d'un remboursement, à moins d'un échange ou d'une restructuration. À notre avis, cet ajustement était nécessaire pour refléter le rendement actuel du portefeuille. Nous considérons qu'il s'agit d'un incident isolé. Nous n'envisageons pas une telle exclusion pour les autres positions du portefeuille.

Analyse de la performance

Le fonds est resté en territoire positif pour le septième trimestre consécutif, dégagant un rendement de 2,0 % au deuxième trimestre 2024. La valeur nette d'inventaire (VNI) de la classe d'actions I en USD a rebondi, passant de 94,5 à 96,4 USD. Malgré l'absence d'indice de référence pour le fonds, il convient de placer la performance dans son contexte: l'indice de référence des obligations d'entreprises EM, le CEMBI BD, dont la durée courte est comparable à celle de notre fonds, a progressé de 1,5 % au cours du dernier trimestre, tandis que la plupart des fonds axés sur des obligations d'entreprises EM ont généré entre 1,0 et 1,8 % en termes absolus.

En ce qui concerne les pays, une exception a généré cette performance positive: la Chine (+31 pb), avec les deux titres immobiliers Vanke et Longfor, qui sont à l'origine de la moitié de cette contribution. Ces deux titres ont considérablement bénéficié des efforts déployés par le gouvernement chinois pour stabiliser le marché et favoriser la finalisation de programmes inachevés, ainsi que pour atténuer les exigences à l'achat pour les acheteurs immobiliers et imposer aux banques d'État et de niveau inférieur de financer le secteur immobilier. Dans le cas de Vanke, la société a tenu ses engagements en matière de vente d'actifs et a remboursé à l'échéance son Eurobond suivant début juin, gagnant ainsi la confiance des investisseurs. Nous conservons les deux titres (Vanke se négocie à 62 cents, Longfor à 80 cents par dollar), car nous pensons que des valorisations proches de la valeur nominale sont assez réalistes. Parmi les autres contributeurs positifs se trouvent des cas spécifiques, tels que Trans Oil (Moldavie) et Mogo (prêteur hypothécaire des pays baltes). Tous deux ont bénéficié de la réouverture du marché primaire à tous les types d'émetteurs (tous deux sont notés B), ce qui a amélioré leurs perspectives d'un refinancement à la date d'échéance. Rappelons que Trans Oil était l'un des titres dans lesquels nous avons investi en 2022 à 65 cents (et qui se négocie actuellement 85 cents), ce qui nous a permis de compenser partiellement les pertes qui ont résulté des obligations russes, subies depuis le début de la guerre en Ukraine. D'autres importants contributeurs étaient le Mexique (+15 pb) et les émetteurs supranationaux (+11 pb).

Seuls quelques titres ont freiné la performance: Petrofac (-9 pb); un des cas hérités que nous avons vendu à 30 cents ce trimestre; le titre mexicain GF Mega (-7 pb); un autre cas de restructuration, pour lequel nous conservons notre position; Petra Diamonds (-5 pb), qui a souffert d'une récente détérioration de sa performance opérationnelle; et quelques autres titres.

Perspectives

Nous restons optimistes en ce qui concerne les émetteurs d'obligations EM pour les six à douze prochains mois, notamment en ce qui concerne les obligations à court terme sur lesquelles notre stratégie se concentre. Nous ne prévoyons pas d'importantes réévaluations, la volatilité ayant tendance généralement à diminuer en été, notamment en juillet, où les sommets majeurs, élections ou autres événements pouvant avoir un impact sur les marchés émergents sont rares. En ce qui concerne le fonds cependant, une hausse régulière de la valorisation n'est pas inhabituelle, les coupons continuant à s'accumuler et les obligations approchant de leurs échéances. Pour le reste, les thématiques économiques et

géopolitiques seront probablement plus importantes. Citons à cet égard le deuxième tour des élections législatives et la formation d'un gouvernement en France, les tensions entre Israël et le Hezbollah ainsi que la guerre en Ukraine, qui restera probablement en veille jusqu'aux élections présidentielles américaines en novembre.

Les investisseurs commencent maintenant à intégrer le risque d'un retour de Donald Trump à la Maison-Blanche. Ce risque toutefois concerne probablement davantage les obligations à plus long terme. Un aspect spécifique qui suscite la crainte des investisseurs est la pentification de la courbe de rendement à la suite d'anticipations d'un assouplissement de la

politique budgétaire et monétaire. Cela aurait bien entendu un impact moindre sur nos obligations dont les échéances sont comprises entre 1,5 et 3 ans.

De plus, plusieurs des récentes restructurations concernant des émetteurs EM, tels que le Ghana, le Sri Lanka, l'Ukraine (attendue ce mois-ci), Unigel et Oi, ont affiché d'importants progrès ou devraient être bientôt finalisées. Cela signifie que la vague de défauts ou problèmes déclenchée en 2022 par la guerre en Ukraine et le pic des taux d'intérêt approchent de leur fin, ce qui favorise une perception positive des émetteurs EM.

Caractéristiques du fonds

Nom du fonds	Vontobel Fund II – Fixed Maturity Emerging Markets Bond 2026
ISIN	LU2365110571
Catégorie de parts	I USD
Indice de référence	–
Date de lancement	9.11.2021

Performance historique (rendements nets, en %)

Période	Fonds	Indice de réf.	Période	Fonds	Indice de réf.
MTD	0.8%	–	2023	7.9%	–
YTD	5.1%	–	2022	-14.1%	–
1 an	10.1%	–	2021	–	–
3 ans p.a.	–	–	2020	–	–
5 ans p.a.	–	–	2019	–	–
10 ans p.a.	–	–	2018	–	–
ITD p.a.	-1.4%	–	2017	–	–
			2016	–	–
			2015	–	–
			2014	–	–

La performance passée n'est pas un indicateur fiable de la performance actuelle ou future. Les données sur le rendement ne tiennent pas compte des commissions et des coûts imputés lorsque des actions du fonds sont émises et rachetées, le cas échéant. Le rendement du fonds peut baisser ou augmenter en raison des variations des taux de change entre les devises.

Risques d'investissement

- Les placements sur les marchés émergents encourent des risques de liquidité et opérationnels accrus, ces marchés étant souvent sous-développés et plus exposés aux risques politiques, juridiques, fiscaux et de contrôle des changes.
- Les titres adossés à des actifs ou des créances hypothécaires (ABS/MBS) ainsi que leurs créances sous-jacentes sont souvent opaques. Le compartiment peut en outre être exposé à un risque de crédit et/ou de remboursement anticipé accru.
- Les qualités de crédit faibles comportent un risque plus élevé que l'émetteur n'honore pas ses obligations. La valeur du placement peut baisser si la note de crédit de l'émetteur se dégrade.
- L'utilisation d'instruments dérivés entraîne généralement un effet de levier. Il en résulte en outre des risques d'évaluation et des risques opérationnels correspondants.
- Les obligations CoCo comportent des risques significatifs, notamment le risque d'annulation des versements de coupons, d'inversion de la structure du capital et de prolongation de leur échéance.
- Les titres en difficulté (distressed) comportent un risque de crédit et de liquidité importants ainsi qu'un risque juridique. Dans le pire des cas, ils peuvent entraîner la perte totale du capital investi.
- Les investissements du Compartiment peuvent être soumis à des Risques de durabilité. Des informations sur la manière dont les risques de durabilité sont gérés au sein de ce Compartiment sont disponibles sur le site vontobel.com/sfdr.

Remarques juridiques importantes

Ce document commercial a été produit par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (collectivement «Vontobel») pour des clients institutionnels dans le(s) pay(s) suivant(s): AT, CH, DE, ES, FR, GB, IT, LI, LU.

Le présent document ne constitue pas une offre, une incitation ou une recommandation d'achat ou de vente de parts du fonds Vontobel/des actions du fonds ou de tout autre instrument d'investissement en vue d'effectuer toute transaction ou de conclure tout acte juridique de quelque nature que ce soit, mais sert uniquement à des fins d'information. Les souscriptions aux parts de ce fonds de placement ne devraient être effectuées que sur la base

du prospectus de vente («prospectus de vente»), des documents d'informations clés (DIC), de ses statuts corporatifs et du dernier rapport annuel et semestriel du fonds, ainsi que sur l'avis d'un spécialiste indépendant en finances, droit, comptabilité et impôts. Ce document s'adresse uniquement à des «contreparties éligibles» ou à des «clients professionnels» tels que définis dans la directive 2014/65/CE (Directive concernant les marchés d'instruments financiers, «MiFID») ou par des réglementations similaires dans d'autres juridictions, ou à des clients professionnels tels que définis dans la loi fédérale suisse sur les placements collectifs de capitaux («LPCC»).

Pour les produits relevant de l'Article 6 SFDR, les investissements sous-jacents à ce produit financier ne prennent pas en compte les critères de l'UE en matière d'activités économiques durables sur le plan environnemental.

La performance historique ne saurait préjuger des résultats actuels ou futurs.

Les performances ne prennent pas en compte les commissions et les frais prélevés lors de l'émission ou du rachat des parts. Le rendement du fonds peut augmenter ou diminuer, par exemple en fonction des fluctuations monétaires. La valeur des devises d'investissement peut augmenter ou diminuer et il n'y a aucune garantie de remboursement de l'intégralité ou d'une partie du capital investi.

Ces documents peuvent être obtenus gratuitement du représentant en **Suisse**: Vontobel Fonds Services AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zurich, en tant qu'agent payeur: Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, 8022 Zurich, auprès de Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Vienne, en tant qu'agent de service en **Autriche**, auprès des points de vente agréés, au siège du fonds, 11-13 Boulevard de la Foire, L-1528 **Luxembourg**, auprès de PwC Société coopérative - GFD, 2, rue Gerhard Mercator B.P. 1443, L-1014 Luxembourg, Email : lu_pwc.gfd.facsvs@pwc.com, gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/ en tant qu'agent européen de services et facilités en **Allemagne**, auprès de PwC Société coopérative - GFD, 2, rue Gerhard Mercator B.P. 1443, L-1014 Luxembourg, Email : lu_pwc.gfd.facsvs@pwc.com, gfdplat-form.pwc.lu/facilities-agent/ en tant qu'agent européen de services et facilités en **France**. Vous trouverez de plus amples informations sur le fonds dans les derniers prospectus, les rapports annuels et semestriels ainsi que les Document d'Information Clé pour l'Investisseur (DICl). Vous pouvez aussi télécharger ces documents sur notre site Internet à l'adresse vontobel.com/am. Un résumé des droits des investisseurs est disponible en anglais via le lien suivant: vontobel.com/vamsa-investor-information. En **Espagne**, les fonds autorisés à la distribution publique sont enregistrés auprès de la CNMV espagnole sous le numéro 280 dans le Registre des sociétés d'investissement collectif étrangères. Vous pouvez obtenir la version espagnole des DIC auprès de Vontobel Asset Management S.A., Sucursal en España, Paseo de la Castellana, 91, Planta 5, 28046 Madrid. The KID is available in French. The fund is authorized to the commercialization in **France**. Refer for more information on the funds to the KID. Les fonds autorisés à la distribution publique au **Royaume-Uni** et inscrits dans le régime "Temporary Marketing Permissions Regime" (TMPR) britannique sont enregistrés auprès de la FCA sous le numéro de référence 466625. Le fonds est autorisé en tant qu'OPCVM (ou est un sous-fonds d'un OPCVM) dans un pays de l'Espace économique européen (EEE), et le fonds devrait rester autorisé en tant qu'OPCVM tant qu'il est sous le TMPR. Cette information a été approuvée par Vontobel Asset Management S.A., succursale de Londres, dont le siège social est 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF et est autorisé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) et soumis à la réglementation limitée de la Financial Conduct Authority (FCA). Des détails sur l'étendue de la réglementation de la FCA sont disponibles, sur demande, auprès de Vontobel Asset Management S.A., succursale de Londres. Vous pouvez obtenir la version anglaise des KIID auprès de Vontobel Asset Management S.A., London Branch, 3rd Floor, 70 Conduit Street, London W1S 2GF ou la télécharger sur notre site Internet vontobel.com/am. **Italie**:

Pour de plus amples informations en Italie consultez le Modulo di Sottoscrizione: Vontobel Asset Management S.A., Milan Branch, Piazza degli Affari, 2, 20123 Milano, téléphone: 02 6367 3444, e-mail: clientrelation.it@vontobel.com.

Ce document n'est pas le résultat d'une analyse financière. Il n'est donc pas soumis aux «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers. Il est possible que Vontobel et/ou son conseil d'administration, ses cadres et ses collaborateurs détiennent ou aient détenu des intérêts ou des positions dans les titres mentionnés, ou aient négocié ou agi en qualité de courtiers pour ces titres. En outre, ces entités ou personnes ont pu réaliser des transactions pour des clients dans ces instruments ou fournir ou avoir fourni des services financiers d'entreprise ou autres services aux sociétés concernées.

Les données MSCI sont destinées à un usage interne uniquement et ne peuvent être redistribuées ou utilisées dans le cadre de la création ou de l'offre de titres, produits financiers ou indices. Ni MSCI ni aucune autre tierce partie impliquée dans ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI (les «parties MSCI») ne donne aucune garantie ou représentation expresse ou implicite concernant ces données (ou les résultats à obtenir par leur utilisation), et les parties MSCI déclinent expressément toute garantie quant à leur originalité, exactitude, intégralité, qualité marchande ou aptitude pour un usage particulier concernant de telles données. Sans limiter la portée de ce qui précède, aucune des parties MSCI ne pourra en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif, consécutif ou autre (y compris le manque à gagner), même si elle a été avisée de la possibilité de tels dommages.

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations. Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contravention à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à la retransmission des présentes informations en intégralité ou en partie ou au paiement pour assurer cette retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Aucun exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans toute juridiction où sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux Etats-Unis. Toutes les entreprises décrites dans ce document peuvent, mais ne doivent pas, faire l'objet d'une position dans nos portefeuilles. Tous les pronostics, toutes les prévisions, estimations et autres hypothèses de ce document se

basent sur une série d'estimations et d'hypothèses. Aucune garantie ne saurait être donnée quant au fait que ces estimations et

hypothèses s'avèrent exactes si bien que les résultats effectifs peuvent fortement différer de ceux pronostiqués.

Vontobel Asset Management AG
Gotthardstrasse 43, 8022 Zürich
Switzerland
T +41 58 283 71 11, info@vontobel.com
vontobel.com/am