

Investment Grade Value Bonds

Lettre trimestrielle
T2 2008

T2 2008

Cher investisseur,

Les obligations d'entreprises « investment grade » ont surperformé les actions et les emprunts d'Etat au deuxième trimestre.

La performance du fonds Sparinvest Investment Grade Value Bonds a flirté avec celle de son indice de référence au deuxième trimestre, mais reste à la traîne depuis le début de l'année.

Au deuxième trimestre, le segment « investment grade » européen a continué de sous-performer son homologue américain, surtout en raison d'un élargissement de l'écart de rendement entre les emprunts d'Etat de la zone euro et des Etats-Unis. Jusqu'ici, ce phénomène n'a pas profité à la performance relative du fonds étant donné que ce dernier est fortement sous-exposé au marché américain du crédit.

Performance - Investment Grade Value Bonds par rapport à certains marchés

Toutes les performances sont exprimées en EUR	T2 2008	S1 2008	2007
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	-0,84%	-7,39%	1,08%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0,57%	-0,79%	1,93%
Merrill Lynch Global High Yield	2,24%	-1,16%	0,34%
Effas 5-7	-3,62%	-0,88%	-2,08%

Economie

Au début du deuxième trimestre, le président de la Fed, Ben Bernanke, a affirmé devant le Congrès des Etats-Unis que l'économie du pays pourrait « se contracter légèrement » au premier semestre 2008. Que la récession soit un fait avéré ou non, la faiblesse actuelle de la conjoncture ne fait aucun doute. La « stagflation » est un mot horrible qui décrit un phénomène horrible. Lorsqu'elles fixent les taux d'intérêt, les banques centrales sont confrontées à un dilemme entre les risques d'inflation d'une part, et des prévisions de croissance peu réjouissantes ainsi que l'incertitude persistante qui caractérise le secteur financier d'autre part. En outre, le fait que l'inflation soit actuellement dopée par les prix de l'énergie et des produits alimentaires ne facilite pas leur décision. Au lieu de générer un cercle vertueux de bénéfices et de dépenses, ce type d'inflation incite les ménages et les entreprises à se serrer la ceinture.

Aux Etats-Unis, le PIB du premier trimestre a été révisé à la hausse à 1,0% en données annualisées, mais les prévisions tablent sur un ralentissement de la croissance à 0,45% en données annualisées au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation ont été temporairement dopées par les réductions d'impôts, mais les chiffres de la croissance des salaires et de la confiance des consommateurs sont atones. Juin a été le sixième mois consécutif à voir le nombre d'emplois diminuer. En Europe, le taux de chômage reste relativement encourageant et les ventes de détail de mai se sont montrées raisonnablement robustes. Cependant, la confiance économique perd elle aussi du terrain, les indicateurs ayant atteint au mois de juin leur niveau historique le plus bas depuis trois ans. Les estimations du PIB du premier trimestre s'établissent à 0,8% (données trimestrielles).

L'inflation est un thème récurrent. Les indices des prix à la consommation se sont envolés à travers le monde, les prix des produits alimentaires et de l'énergie étant désignés comme

les principaux coupables. Le pétrole a continué son ascension pendant le deuxième trimestre, le baril dépassant 145 dollars début juillet et exerçant de fortes pressions sur les consommateurs et les sociétés. Lorsque le brut a dépassé 140 dollars, le cours de l'or a été tiré vers le haut par les investisseurs en quête d'une couverture contre l'inflation.

Alors que l'impact permanent de la contraction du crédit se faisait sentir, le début du deuxième trimestre s'est accompagné d'un nouvel assouplissement monétaire sur les marchés développés. La Banque d'Angleterre a baissé ses taux de 5,25% à 5,00% le 10 avril, tandis que la Fed a poursuivi ses nombreuses baisses de taux du premier trimestre par un nouveau relâchement de 25 points de base le 30 avril. Cependant, le deuxième trimestre a vu les banques centrales se soucier de plus en plus de l'inflation.

Fin juin, la Fed a déclaré que les risques baissiers pesant sur la croissance avaient diminué, indiquant qu'elle se concentrerait désormais davantage sur le risque de hausse de l'inflation, son ton n'étant pourtant pas suffisamment agressif pour suggérer une hausse imminente. La BCE, quant à elle, a relevé ses taux de 25 points de base le 3 juillet en dépit des nombreux opposants (tels que le Président français, Nicolas Sarkozy) persuadés qu'une telle mesure menacerait la croissance et renforcerait la surévaluation de l'euro.

Par rapport à sa faible performance du premier trimestre, le dollar américain s'est montré relativement stable au deuxième trimestre. Il s'est légèrement renforcé face à la monnaie unique, pour retomber à la fin du trimestre aux niveaux de fin mars, soit 1,57 dollars pour 1 euro. ■

Bilan du portefeuille

Le portefeuille n'a fait l'objet d'aucun changement majeur pendant le trimestre.

Le rendement moyen du portefeuille s'établit à 8,8%, contre 6,1% pour l'indice de référence.

Données du portefeuille - Investment Grade Value Bonds		
	Fund	Benchmark
Duration	5,18	5,30
Rendement	8,8%	6,1%
Notation	A-	A1
Nbre d'émissions	94	1990

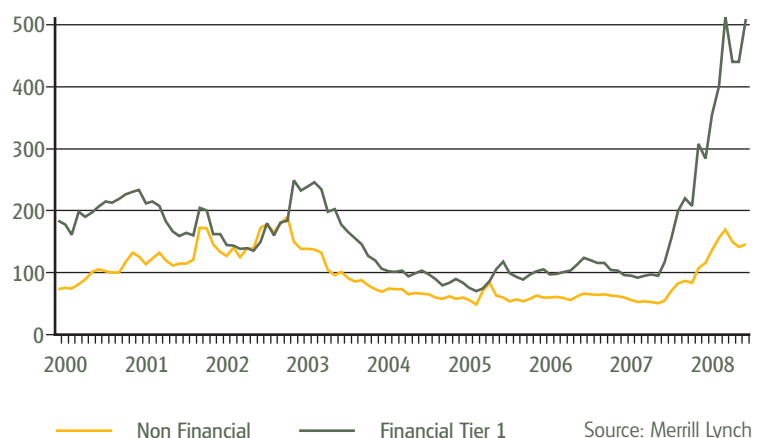
Les caractéristiques de crédit du fonds demeurent robustes et entièrement conformes à nos critères « value », c'est-à-dire que le fonds est concentré sur de petites sociétés dont le bilan est solide.

Principales positions - Investment Grade Value Bonds		
Sociétés industrielles	Fonds	Indice
Cap. boursière (mia \$)	14007	34267
Dette nette/fonds propres	69,34	119,19
Cours/valeur comptable	1,96	3,51
Taux de couverture des intérêts	5,68	13,17
Banques	Fonds	Indice
Cap. boursière (mia \$)	22854	41558
Tier 1%	6,51	6,3
Cours/valeur comptable	1,10	1,37
Ratio d'efficacité	42,6	75,0
Compagnies d'assurances	Fonds	Indice
Cap. boursière (mia \$)	20597	40070
Dette nette/fonds propres	158,26	182,15
Cours/valeur comptable	1,04	1,08
Ratio combiné	97,64	123,41

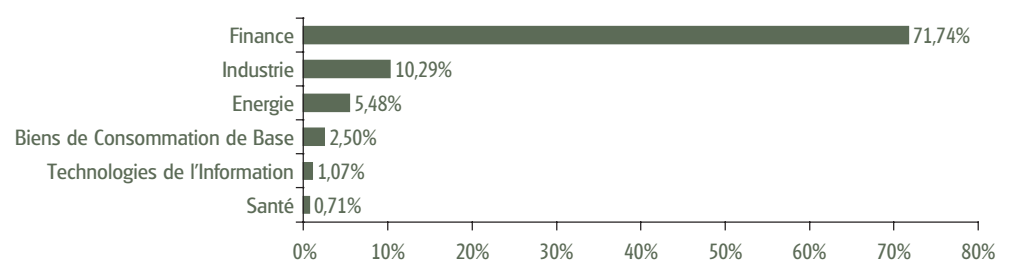
Forte exposition aux banques et aux compagnies d'assurance

Le fonds est fortement exposé à la dette des établissements financiers, et ce pour deux raisons : premièrement, nous souhaitons minimiser le risque de LBO venant des sociétés de private equity qui ciblent souvent les sociétés « value ». Deuxièmement, parce que les primes de crédit qu'offre la dette financière par rapport à la dette non financière se situent actuellement à des niveaux extrêmes en comparaison historique (voir graphique ci-dessous). A notre avis, ce phénomène signifie que le risque de défaillance des établissements financiers par rapport aux autres sociétés non financières a été exagéré.

Des primes de crédit très élevées pour la dette financière

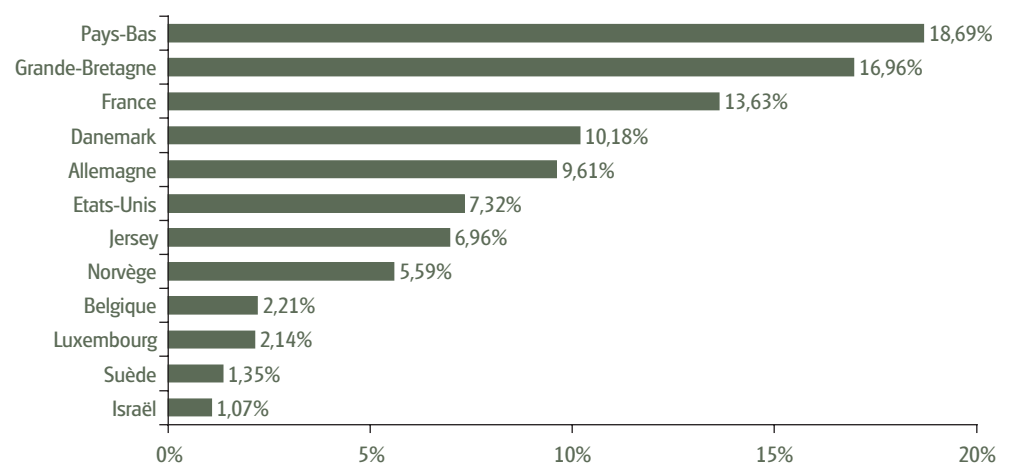


Allocation sectorielle



Une grande partie de l'exposition financière du fonds vient de l'Allemagne. Les banques allemandes ont été très touchées par les turbulences du secteur financier, ce qui a bien évidemment nui au fonds. A l'avenir, nous attendons cependant un retournement de tendance suite à la consolidation du secteur bancaire allemand qui aura lieu fin 2008 et en 2009. Outre l'Allemagne, le fonds est surexposé à la Scandinavie par l'intermédiaire de positions dans Danske Bank, Nykredit et SEB. Il est en outre nettement sous-exposé aux Etats-Unis.

Allocation géographique



Dix premières positions - Investment Grade Value Bonds

Position	Pays	Secteur	Poids
Seb Tv 07-... Perp	France	Finance	5,42%
Roy.Bk Scot.70916%(Tv)07-Perp	Grande-Bretagne	Finance	4,93%
Ht1 Fdg 6.352%(Tv) 06-...Perp	Allemagne	Industrie	4,35%
Linde Fin.7375%(Tv)06-14.766	Pays-Bas	Energie	3,97%
Eureko Bv 6% 06-...Perp.	Pays-Bas	Finance	3,89%
Solvay Fin.6.375% 06-2.6.2104	Pays-Bas	Finance	3,76%
Komm.Ldspens.5.25%(Tv)06-...Perp	Norvège	Finance	3,08%
Prosecure Fd 4.668% 06-30.6.16	Jersey	Finance	2,99%
Elm Bv 5.252%(Tv) 06-Perp.	Pays-Bas	Finance	2,95%
Commzbnk Cap.5.012%(Tv)06-Perp	Etats-Unis	Finance	2,90%

Perspectives

Le climat du marché reste morose et la stabilisation du secteur bancaire est absolument nécessaire à un quelconque redressement des marchés financiers et du cours des valeurs financières européennes. Le resserrement du crédit par les banques devrait affecter aussi bien les consommateurs que, dans une certaine mesure, les entreprises. A l'avenir, il se traduira probablement par une progression (depuis des plus bas historiques) du nombre de défaillances des obligations d'entreprises non financières.

Notre exposition à la finance européenne devrait surperformer une fois atténuée la crise financière. ■

Je vous prie d'agréer, cher investisseur, mes salutations distinguées.

Sparinvest Asset Management

Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager
Le 8 juillet 2008

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.