

# Investment Grade Value Bonds

## Lettre trimestrielle

### T1 2008

#### Performances

#### Cher investisseur,

Le resserrement mondial du crédit et les énormes provisions que le secteur financier a dû constituer ont lourdement pesé sur les performances des obligations émises par les entreprises. La tendance baissière qui était apparue en 2007 s'est prolongée pendant une bonne partie du premier trimestre 2008.

Le fonds Sparinvest Investment Grade Value Bond a particulièrement souffert ce trimestre. Il se solde par une perte de 6,60%. Ce qui, bien évidemment, n'est pas satisfaisant. Le marché des obligations notées « investment » enregistre un recul mesuré par l'indice Merrill Lynch Global Investment Grade de seulement 0,22%.

Le tableau ci-dessous présente la performance du fonds au quatrième trimestre et en 2007 par rapport à celle de différents indices et marchés :

Performance - Investment Grade Value Bonds par rapport à certains marchés		
Toutes les performances sont exprimées en EUR	T1 2008	2007
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	-6,60%	-4,06%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0,22%	1,93%
Merrill Lynch Global High Yield	-3,32%	0,34%
JP Morgan Emerging Markets	0,78%	4,74%
JP Morgan Europe Govt. Bonds	1,18%	0,93%

La sous performance du fonds par rapport à celle de l'indice a deux causes. Premièrement, le fonds surpondérait les titres subordonnés européens dont le spread s'est considérablement élargi. Deuxièmement, il sous-pondérait les taux d'intérêt américains ; or, les taux ont baissé de près de 1% durant ce trimestre aux Etats-Unis, contre 0,35% seulement en Europe. ■

#### Economie

Le premier trimestre 2008 a été dominé par la persistance des pertes liées aux crédits hypothécaires à risque et par l'assèchement du crédit en découlant, ainsi que par les craintes de récession aux Etats-Unis. Les banques centrales, et surtout la Réserve Fédérale américaine (Fed), la BCE et les banques centrales d'Angleterre, du Canada et de Suisse, ont continué de coordonner leurs efforts visant à atténuer les pressions sur les liquidités, la Fed abaissant notamment ses taux d'intérêt de manière agressive. Elle avait déjà assoupli sa politique monétaire de 100 points de base au quatrième trimestre 2007, mais après une réunion improvisée le 22 janvier, la Banque a annoncé une forte baisse de 75 points de base, avant d'abaisser à nouveau ses taux lors de sa réunion ordinaire huit jours plus tard.

D'aucuns craignaient que la crise de liquidités ne soit un jour fatale à une grande banque d'investissement américaine. Le 17 mars a vu l'annonce douce-amère de la déroute de Bear Stearns, qui allait cependant être reprise par JPMorgan Chase dans le cadre d'une transaction organisée à la hâte et comprenant une injection de capitaux massive par la Fed. Le lendemain, une nouvelle baisse des taux de 75 points de base et la publication de bénéfices encourageants par Lehman Brothers et Goldman Sachs sont venues soutenir quelque peu les marchés. Plus tard en mars, le Secrétaire au Trésor Hank Paulson a proposé une réorganisation de la réglementation des établissements financiers par le gouvernement, avec un renforcement du rôle de la Fed.

Au Japon, le Gouverneur Fukui de la Banque centrale est arrivé au terme de son mandat mais la désignation de son remplaçant a été retardée par une impasse entre les Démocrates libéraux au pouvoir et l'opposition incarnée par le Parti démocratique du Japon. Un compromis semble finalement avoir été trouvé avec la candidature de Masaaki Shirakawa, l'ancien gouverneur adjoint.

Le dollar américain s'est effondré durant le trimestre, frôlant 1,60 euros et 95 yen à la mi-mars. Les deux dernières semaines du trimestre ont toutefois vu un certain relâchement de cette pression baissière. Il n'est peut-être pas étonnant dans ce contexte de faiblesse du billet vert que la hausse des cours pétroliers ait continué à exercer une certaine pression sur les marchés. Après les sommets du début d'année, les prix sont retombés en dessous du seuil de 90 dollars avant de se redresser à nouveau à compter de la mi-février pour atteindre 110 dollars à la mi-mars. Le cours de l'or s'est montré tout aussi solide.

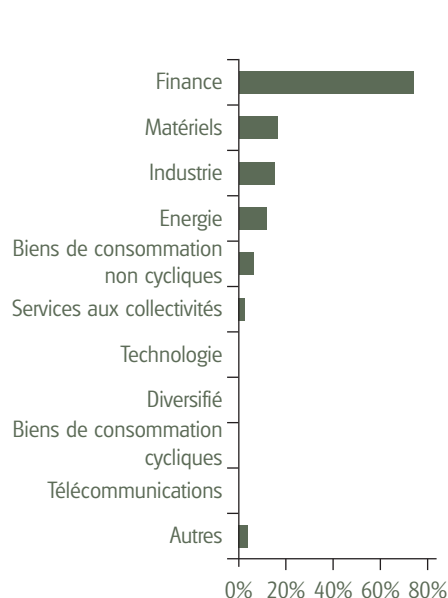
Le Japon émet certains signes encourageants, les estimations préliminaires de la croissance annualisée du PIB réel au quatrième trimestre 2007 s'inscrivant à 3,7% et l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) sous-jacent de février en hausse de 1,0%, sa plus forte progression en 15 ans. Aux Etats-Unis, les ventes de logements existants ont grimpé en février pour la première fois en sept mois mais la confiance des consommateurs s'est trouvée en mars à son plus bas niveau sur 5 ans. Le 2 avril, 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.

Dans la zone Euro, la dernière estimation de la croissance annualisée du PIB réel du 4<sup>ème</sup> trimestre a été donnée le 9 avril et confirme que la croissance a ralenti à 2,3% contre 2,7% au trimestre précédent. Alors que nous entamons le deuxième trimestre, certains signes de stabilisation apparaissent mais les marchés financiers devraient rester sous pression pendant un certain temps. ■

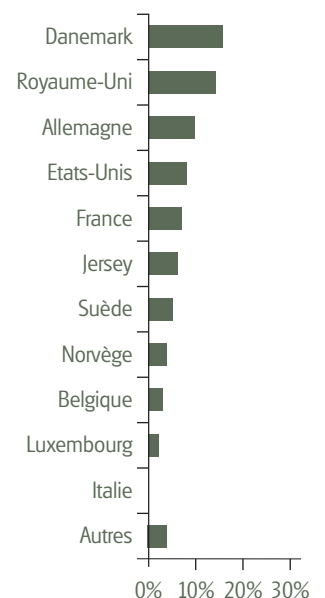
### Bilan du portefeuille

A l'heure actuelle, le fonds a 42 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :

#### Allocation sectorielle



#### Allocation géographique



Les valeurs financières sont surreprésentées par rapport à l'indice. Comme nous l'avons souligné précédemment, ce choix s'est révélé très coûteux parce que les obligations de ce secteur sont celles dont le spread a le plus augmenté. Cependant, le rendement moyen des obligations du fonds atteint à présent 8%, contre seulement 5,6% pour l'indice de référence, ce qui paraît beaucoup au regard des chiffres historiques.

Données du portefeuille - Investment Grade Value Bonds		
	Fonds	Indice de référence
Duration	5,37	5,39
Rendement	8,0%	5,6%
Spread	400	237
Notation	BBB1	A1
Nbre d'émissions	42	7882

L'activité de trading a été modérée au premier trimestre. Nous nous sommes allégés sur une société de services publics danoise, DONG, et avons investi le produit de cette cession dans une société d'assurances norvégienne, Storebrand Livsforsikring.

Dix premières positions - Investment Grade Value Bonds			
Position	Pays	Secteur	Poids
SEB 7,0922%	Suède	Finance	4,92%
RBS 7,0916%	Royaume-Uni	Finance	4,70%
Eureko 6%	Pays-Bas	Finance	4,25%
Ht1 Fdg 6,352%	Allemagne	Finance	4,09%
Siemens 5,25%	Allemagne	Industrie	3,80%
Storebrd Liv. 9,404%	Norvège	Finance	3,76%
Linde 7,375%	Allemagne	Matériels de base	3,64%
Solvay 6,375%	Pays-Bas	Matériels de base	3,62%
Henkel 5,375%	Allemagne	Biens de consommation	3,59%
Danske Bk A/S 4,878%	Danemark	Finance	3,58%

### Storebrand Livsforsikring

Storebrand Livsforsikring AS est l'une des plus grandes compagnies d'assurance vie, retraite et santé de Scandinavie. Cette société détient une part de marché importante sur son marché domestique. Elle est appelée à se développer d'autant plus que l'entrée en vigueur d'une nouvelle législation en Norvège jouera en sa faveur.

Pour financer le rachat d'une compagnie d'assurance suédoise, SPP, Storebrand Livsforsikring AS a émis en février des obligations subordonnées de second rang afin de rehausser son ratio de fonds propres de première catégorie. Ces obligations, notées BBB+/Baa1, ont été émises au pair avec un coupon de 9,4% qui, à la date de l'émission, semblait trop élevé d'environ 150 points de base en comparaison avec le marché secondaire.

Ces obligations ont une durée indéterminée (titres perpétuels), mais l'émetteur a la faculté de les racheter en juin 2013, ce qui est hautement probable étant donné le niveau singulier du taux d'intérêt offert. Si la société ne rachète pas ces obligations en 2013, leur taux d'intérêt sera majoré de 0,75% supplémentaire.

Ces obligations rencontrent un grand succès depuis leur émission, à telle enseigne qu'elles se négocient actuellement à 103,5 du pair, ce qui équivaut à une diminution du spread de 100 points de base, et sont dorénavant traitées sur le marché secondaire. ■

## Perspectives

Les conditions de marché ont été difficiles ces deux derniers trimestres et les performances décevantes. Mais les banques centrales ont injecté des fonds dans le système financier par dizaines de milliards, de telle sorte qu'elles ont réglé les besoins de financement à court terme et les insuffisances de garanties des banques. Les banques les plus en difficulté ont pu procéder à des augmentations de capital, restaurant ainsi leur solvabilité. Il semble en outre que le cycle de provisionnement des crédits hypothécaires à risque (sub-prime) touche à sa fin.

Les spreads sur les obligations du secteur financier paraissent attrayants pour les investisseurs long terme. ■

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

Sparinvest Asset Management

Klaus Blaabjerg  
Le 8 Avril 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.