



Obligations « Value »

Titres

- Perspectives économiques du marché des obligations « value »
- Performance du fonds High Yield Value Bonds
- Exemples de l'effet sur les rendements de la popularité sur le marché

Cher Investisseur,

Perspectives économiques du marché des obligations « value »

Suite à la reprise des marchés ces dernières semaines, les investisseurs se demandent si ce redressement va réellement durer ou s'il s'agit, une fois de plus, d'une fausse alerte. Nous pensons que ce rebond repose cette fois-ci sur des fondements plus solides et marque ainsi un tournant. Après une période prolongée de mouvement baissier sur les marchés, les investisseurs ont perdu confiance et revu leurs prévisions à la baisse en faisant preuve d'un pessimisme extrême. Parallèlement, dans de nombreux pays, les décideurs se sont montrés plus déterminés pour relancer tant la croissance économique que les marchés financiers. En outre, la production recule désormais à un rythme bien plus soutenu que celui de la demande, ce qui entraîne une chute massive des stocks et laisse entrevoir une amélioration des indicateurs économiques.

Certains signes montrent que quelques secteurs de l'économie mondiale auraient d'ores et déjà atteint leur plus bas niveau et verraient maintenant le début d'une reprise. De tels signes sont notamment flagrants dans certains pays d'Asie (hors Japon), y compris en Chine et en Corée où les baisses de la production ont été particulièrement importantes. Naturellement, les mesures de relance ciblées et massives qui ont été adoptées par le gouvernement chinois sont elles aussi bénéfiques. En effet, la plupart des indicateurs montrent que l'activité économique a déjà amorcé un redressement en Chine: la croissance de la masse monétaire et du crédit s'est accélérée, la production industrielle a commencé à augmenter et les sondages menés auprès des directeurs des approvisionnements indiquent que plus de la moitié de leurs pertes a été épongée. Un rebond du reste de l'Asie émergente semble avoir commencé avec un peu de retard et les signes sont encore bien timides (par

exemple en Corée) mais, étant donné les niveaux élevés d'intégration commerciale et industrielle entre les économies de cette région, nous pensons que la reprise est en cours en Asie émergente et que la croissance y sera robuste au cours des prochains mois. La surperformance massive des marchés boursiers asiatiques (hors Japon) depuis le début de l'année est révélatrice : elle prouve que, dans le contexte actuel de pessimisme extrême des investisseurs, des données économiques meilleures que les prévisions peuvent avoir un effet majeur sur le marché.

Ce qui est encourageant pour notre fonds, c'est l'apparition de signes d'une évolution de l'offre qui commence à avoir un impact et soutient les cours du pétrole, ce qui est donc favorable à notre allocation de 23% au secteur de l'énergie. S'agissant du pétrole brut, la contraction du report et l'envolée des prix sur l'extrémité courte des courbes de contrats à terme sont autant de signes indiquant que les baisses opérées par l'OPEP commencent à tendre le marché. D'aucuns pourraient même plaider en faveur d'un nouvel envol des cours du pétrole, une fois que la croissance mondiale aura repris, étant donné les révisions à la baisse des programmes d'investissement effectuées par les producteurs d'or noir. Ils n'investissent pas suffisamment aujourd'hui pour maintenir demain leur niveau de production.

Performance du fonds High Yield Value Bonds

Notre fonds n'est hélas pas parvenu à s'aligner sur la reprise du marché observée au cours du dernier mois de ce premier trimestre. J'aimerais souligner que cette sous-performance ne résulte pas de défaillances : nous nous sommes nettement mieux comportés que le marché à cet égard.

Cette sous-performance s'explique par deux facteurs de taille survenus depuis l'apparition simultanée d'une grave crise des liquidités et de la récession la plus sérieuse depuis la Grande Dépression des années 1930.

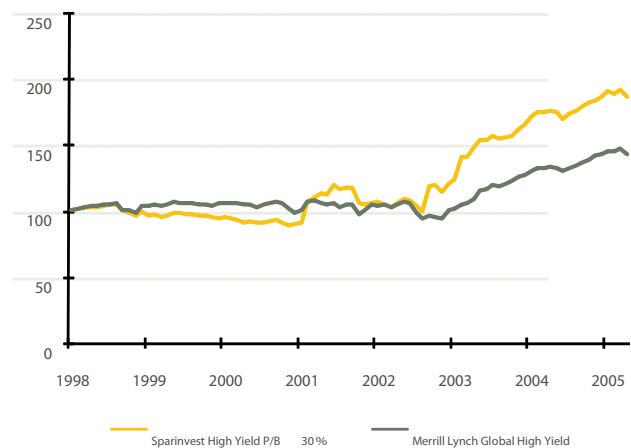
Premièrement, nous investissons dans les sociétés les moins onéreuses en termes de ratios cours/valeur comptable. Or, ces sociétés sont malheureusement des entreprises cycliques qui sont très peu prisées par les marchés. C'est sur le marché des actions que l'ampleur du discrédit affectant les ratios cours/valeur comptable faibles est la plus flagrante. (Les données ci-dessous sur la performance sont extraites du site Internet de Sparindex, notre gamme de fonds indiciels danois au 31 mars.)

USA	YTD
US Growth	0,44%
US Small Cap	-7,51%
US Value	-13,24%

Europa	YTD
Europe Growth	-7,23%
Europe Small Cap	-2,40%
Europe Value	-14,07%

La performance relative des titres « value » par rapport aux titres de croissance pendant une récession ressort très distinctement des données théoriques. Généralement, les titres « value » sous-performent pendant la phase initiale d'une récession, mais surperforment une fois que l'économie se redresse. La sous-performance des sociétés ayant des ratios cours/valeur comptable faibles sur le marché des titres à haut rendement a également été constatée lors d'un test a posteriori mené par Sparinvest avant le lancement de ce fonds. Vous trouverez ci-dessous le résultat de ce test reposant sur des données de 1998 à 2005. Il montre qu'un investissement systématique en obligations à haut rendement dans 30% des sociétés les moins chères (en termes de ratio cours/valeur comptable) surperformera le marché à long terme, mais sous-performera en cas de repli de l'économie. Cette constatation ne permet pas de garantir que le scénario se déroulera de la même façon dans le futur, mais vous trouverez ci-après des exemples de rendements obligataires réels qui confirment, à mon avis, le résultat du test a posteriori et illustrent la situation temporairement défavorable dans laquelle nous nous trouvons.

Performance Résultat du test a posteriori de l'effet cours/valeur comptable



S'agissant de son exposition aux sociétés caractérisées par un ratio cours/valeur comptable faible, notre fonds se comporte comme la courbe jaune du test ci-dessus. Comme vous pouvez le constater, en mars 2000, le portefeuille caractérisé par un ratio cours/valeur comptable faible (courbe jaune) avait sous-performé le marché de 13% en données cumulées.

Cette fois-ci, la récession est encore plus prononcée que pendant le krach informatique utilisé dans le test

ci-dessus et la performance du portefeuille à ratio cours/valeur comptable faible pourrait donc être encore pire. Ce graphique donne aussi un aperçu de la performance du marché boursier où, comme nous l'avons dit plus haut, les titres « value » ont largement sous-performé par rapport aux titres de croissance. Mais comme l'histoire le démontre, cette situation peut rapidement s'inverser, d'autant plus que le nombre de défaillances constatées au sein du fonds est inférieur à la moyenne du marché des obligations à haut rendement.

Exemples de l'effet sur les rendements de la popularité sur le marché

Les exemples ci-dessous vous montreront comment une situation de « défaveur » sur le marché se reflète sur les prix et les rendements des obligations.

Exemple 1 (Petroquest)

Petroquest est une compagnie américaine pétrolière et gazière, elle est donc cyclique. Son endettement est faible avec un ratio endettement net/fonds propres de 51,88%, contre une moyenne d'environ 400% pour le marché. Son ratio cours/valeur comptable, de 0,13 fois, en fait une société très bon marché. Petroquest est en outre une petite capitalisation. Il s'agit donc d'une obligation « value » classique à tous égards.

Le rendement de l'obligation Petroquest est de 30% par an jusqu'à son échéance en 2012.

Exemple 2 (Stoneridge)

Stoneridge est un fabricant américain d'appareils électroniques destinés aux voitures et tracteurs. Une toute petite partie de son chiffre d'affaires est réalisée auprès de Ford et GM. Son endettement est faible, avec un ratio endettement net/fonds propres de 77,45%, contre une moyenne d'environ 400% pour le marché. Son ratio cours/valeur comptable, de 0,26 fois, en fait une société très bon marché. Stoneridge est elle aussi une petite capitalisation.

Le rendement de l'obligation Stoneridge est de 25% par an jusqu'à son échéance en 2012 et la société procède à des rachats d'obligations de temps à autre.

Absente de notre portefeuille - Exemple 3 (El Paso)

Contrairement aux exemples 1 et 2 ci-dessus, voici un exemple d'une grande capitalisation non cyclique, actuellement très prisée sur le marché. El Paso est une société américaine de services aux collectivités qui se trouve être la « coqueluche du moment ». Son effet de levier, ratio endettement net/fonds propres est de 281,85%, (contre une moyenne d'environ 400% pour le marché), ce qui est bien supérieur à ce que nous sommes disposés à accepter. Son ratio cours/valeur comptable est similaire à la moyenne du marché.

Comme il s'agit d'une grande capitalisation non cyclique, le rendement de l'obligation El Paso, dont l'échéance est identique à celle des titres Petroquest et Stoneridge ci-dessus, est seulement de 11% par an.

Il est évident que les obligations Petroquest et Stoneridge que nous détenons en portefeuille sont très bon marché par rapport à l'obligation El Paso, sauf si la fin du monde est proche !

Un autre facteur aggravant notre position par rapport à la reprise du marché provient de notre concentration sur les petites capitalisations. Celles-ci se trouvent en défaveur extrême sur le marché du haut rendement (comme l'illustrent aussi les exemples précités). Les petites entreprises paient également très cher le fait de ne pas être connues. Autrement dit, la prime liée à un manque de notoriété est très élevée. La plupart des investisseurs en titres à haut rendement préfèrent acheter des obligations « émises plus récemment » (« on the run »), c'est-à-dire des émissions assorties d'un degré de liquidité élevé qui leur permet de s'en débarrasser rapidement en cas de besoin, par exemple si vous devez effectuer des rachats, etc.

Résumé

Pour résumer, nous disposons actuellement d'obligations très peu prisées par le marché, c'est-à-dire de petites capitalisations cycliques, et donc extrêmement bon marché. Qui sait combien de temps ces sociétés et leurs obligations n'auront pas la cote ? Comme l'a dit Keynes, le grand économiste, pendant la dernière dépression des années 1930 : « Le marché peut se montrer irrationnel pendant plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable ». Autrement dit, il est probable que vous, en tant qu'investisseur, finissiez par délaisser des obligations bon marché car vous ne pouvez plus attendre et continuer de les voir sous-performer. Vous ferez alors probablement comme tout le monde : vous opterez pour la sécurité des titres de télécommunications et de services aux collectivités. Puis, quand le marché se retournera soudainement, vous enregistrerez une sous-performance une fois de plus car vous ne serez pas exposé aux titres cycliques bon marché que vous aurez alors délaissés. Nous vous conseillons pas conséquent de tenir bon. Nous n'avons aucunement l'intention d'abandonner nos convictions. A long terme, les investissements en obligations peu prisées par le marché finiront par porter leurs fruits.

S'il y a un enseignement à tirer de l'histoire, c'est que les petites capitalisations dont le ratio cours/valeur comptable est faible finiront par surperformer à un moment ou à un autre. Ce moment n'a d'ailleurs rien d'aléatoire, il est lié au cycle d'activité des économies réelles. Une fois que celles-ci s'amélioreront, nos obligations et émetteurs deviendront intéressants. En attendant, nous nous efforçons d'établir les fondements à long terme du

portefeuille en investissant dans la mesure du possible dans des obligations assorties de sûretés de premier rang sur des actifs réels. Nous sommes convaincus que notre portefeuille est très bon marché, meilleur marché qu'il ne l'a jamais été par rapport à la moyenne. Sparinvest s'est engagée à offrir une performance supérieure à long terme et n'oubliez pas que nous avons toujours parlé d'un horizon d'investissement à trois ou cinq ans. D'après nous, les deux prochaines années seront favorables !



Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager
Le 8 avril 2009

Equipe Obligations « Value » de Sparinvest



Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst

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.