



Obligations « Value »

Titres

- Perspectives économiques
- Perspectives de la dette non financière
- Perspectives de la dette financière

Nos fonds d'obligations value

Fonds	Code ISIN
Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0519053697
Ethical High Yield Value Bonds	LU0473784196
High Yield Value Bonds	LU0232765429
Investment Grade Value Bonds	LU0264925727

Une information détaillée est disponible dans les points trimestriels des fonds.

- sparinvest.eu

Le troisième trimestre a été favorable aux trois fonds obligataires « value » de Sparinvest. Ils ont tous bénéficié des clarifications sur les règles de Bâle III, la nouvelle réglementation applicable aux banques qui était attendue de longue date, et de l'endigement du risque systémique en Europe. Nous avons aussi profité du regain de fusions et acquisitions sur les marchés boursiers grâce, notamment, à quelques rachats qui ont permis à nos obligations de gagner environ 20%. Parallèlement, la qualité élevée des fonds a maintenu le niveau de défaillance à 0%. S'agissant du quatrième trimestre, nous prévoyons un maintien des facteurs positifs susmentionnés : la qualité reste élevée et les actifs sous-jacents demeurent bon marché.

Perspectives économiques

Le ralentissement de l'économie mondiale qui a démarré au printemps a généré des craintes sur la pérennité de la reprise. Nous sommes d'avis que ces craintes n'ont pas lieu d'être et que la probabilité d'une nouvelle récession est mince. Les ralentissements de milieu de cycle n'ont rien d'anormal et interviennent généralement quatre à six trimestres après le début d'une reprise économique. Quoi qu'il en soit, les économies n'ont pas de propension particulière à rechuter en milieu de cycle. Cela s'explique en partie par le fait qu'elles n'ont pas eu assez de temps pour générer les types d'excès qui les rendent vulnérables à des effondrements, mais aussi parce que les niveaux d'activité sont loin de justifier des craintes inflationnistes, favorisant ainsi le maintien d'une politique monétaire accommodante (et c'est précisément ce qui se passe actuellement). Par conséquent, il est probable que la prochaine phase du cycle sera marquée par une ré-accélération de la croissance, certes modérée, plutôt qu'une nouvelle spirale récessionniste.

Dans la plupart des régions du monde, l'activité économique a continué de se redresser. Les dernières publications de données en Chine indiquent que la

phase de ralentissement est probablement terminée car les décideurs ont assoupli les mesures de durcissement. En Europe, l'activité dans l'ensemble a surpris favorablement et des initiatives politiques massives visant à remédier aux problèmes budgétaires sont d'ores et déjà en cours. A ce stade, ce sont les Etats-Unis qui inquiètent le plus. L'incertitude entourant les élections législatives de mi-mandat et la politique fiscale constituent un facteur de risque. Mais nous sommes d'avis que la croissance, inférieure à la tendance du deuxième trimestre, et qui a été générée par les fluctuations massives des échanges commerciaux, était une aberration et que la croissance s'accélénera légèrement pendant le reste de l'année.

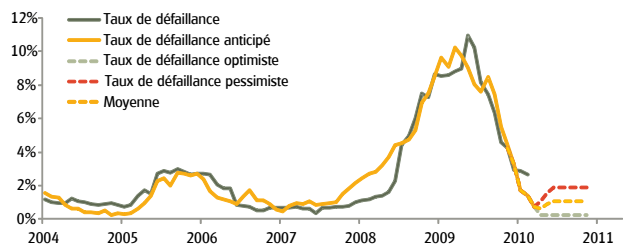
Il est important de noter que, en réaction au ralentissement, la politique monétaire est devenue encore plus accommodante. Tandis que la croissance demeure robuste dans la plupart des pays émergents, les banques centrales ont annoncé presque partout qu'elles avaient l'intention de s'abstenir de tout nouveau resserrement, ce qui a d'ores et déjà fait baisser les taux du marché monétaire. Aux Etats-Unis et au Japon, les banques centrales ont fait part de leur intention de procéder à une nouvelle série de rachats d'actifs, à moins que la croissance ne redémarre. Ceci a entraîné un aplatissement par le haut de la courbe des taux. Le repli des rendements obligataires génère déjà une vague de refinancements hypothécaires et une nette reprise des émissions d'obligations d'entreprises, ce qui appuie notre prévision de relance modeste de la croissance au second semestre 2010.

Les reprises anémiques ne sont pas nécessairement le signe de marchés financiers atones. Au contraire, l'association d'une politique monétaire souple à d'un rythme de croissance économique laissant entendre que le meilleur est à venir, sans toutefois générer de menaces de durcissement de la politique, crée un contexte relativement favorable à la valorisation de la plupart des actifs financiers.

Perspectives de la dette non financière

La plupart des sociétés sont toujours en phase de redressement et n'embauchent ni n'investissent pas plus que ce qui est strictement nécessaire. La dette est donc stable ou en diminution et les chiffres de l'endettement financier s'améliorent. Environ 70% des sociétés ayant des obligations en circulation sont en phase de désendettement. Les flux de trésorerie disponibles et les chiffres des liquidités mettent en évidence un risque de défaillance faible à l'avenir, comme l'illustre notre modèle de prévision des taux de défauts au cours des prochains trimestres. Ce modèle reflète très bien le niveau de défaillance réel, ainsi que le montre le graphique ci-dessous.

Le modèle de prévision des défaillances de Sparinvest



Le modèle anticipe le niveau de défaillance futur au moyen du sondage réalisé auprès des responsables du crédit (*Senior Loan Officer*) – panel composé de 50 banques américaines et 20 banques étrangères. Il se base sur les chiffres de la production industrielle et l'excès de cash-flow par rapport aux investissements. Ces données sont fournies par la FED.

La production industrielle est la seule variable montrant actuellement une certaine faiblesse. L'utilisation des prévisions les plus pessimistes parmi toutes les prévisions publiquement disponibles pour la production industrielle indique que le niveau de défaillance convergera autour de 2% à l'échelle mondiale, contre 3% aujourd'hui. Sur la base d'un taux de récupération estimé à 50%, un niveau de défaillance de 2% se traduit par un taux de pertes prévisionnel de 1% sur l'univers mondial des titres à haut rendement. Or, l'*Option Adjusted Spread (Spread Effectif Réajusté)* sur l'indice Merrill Lynch Global High Yield est actuellement de 6%. Ces 6% couvrent donc largement ce risque de perte de 1% liée aux défauts. Ils offrent en outre un potentiel de rendement supplémentaire bien que le marché tende vers une normalisation. L'avantage d'une production industrielle plus faible, c'est qu'elle limite les comportements de « destruction de bilan » de certains dirigeants d'entreprises. Autrement dit, les sociétés ont tendance, lorsque la croissance est modérée, à conserver leurs liquidités au lieu de les dépenser en dividendes et en rachats d'actions.

Mais le marché des obligations d'entreprises reste ouvert et nous pensons que de plus en plus de sociétés tireront parti de cette situation. Ainsi, à mesure qu'elles atteignent leurs objectifs de ratios d'endettement, il devient difficile pour elles d'accroître leur chiffre d'affaires, en raison du taux de croissance inférieur à la tendance de leurs économies. Nous pensons donc que les entreprises riches en liquidités et dotées de notes de crédit élevées se sentiront obligées d'emprunter sur le marché à des taux d'environ 3 à 4% et de renforcer leur part de marché ou leurs capacités de production. Les sociétés « value » devraient profiter selon nous d'un tel contexte. Premièrement, leurs bilans sont solides et elles ne devraient avoir aucun problème pour survivre

à des taux de croissance de 1 à 2%. Deuxièmement, comme elles sont bon marché ainsi que le montrent différents ratios, elles constituent de bonnes cibles pour des acquisitions. En qualité d'investisseurs bénéficiant de clauses de changement de contrôle adéquates, nous apprécions également les rachats de nos petites capitalisations, comme en témoignent les deux cas qui se sont présentés cet été.

Perspectives de la dette financière

Depuis un certain temps, nous trouvons que les obligations financières (banques et compagnies d'assurance) sont très bon marché. C'est particulièrement le cas de la dette des compagnies d'assurance qui ont, pour la majorité d'entre elles, tiré des leçons de la crise de 2000-2002 et se sont sorties relativement bien de la crise du crédit de 2007-2008. En ce qui concerne la dette des banques, il s'agissait d'un scénario classique de « réparation » de leur activité de crédit. Suite à la crise du crédit, il est clairement ressorti que les banques devaient augmenter leurs fonds propres et se désendetter. La nouvelle réglementation de Bâle III a joué un rôle de catalyseur

important à cet égard. Le tableau ci-dessous contient des preuves, au cas par cas, du regain de vigueur du secteur bancaire européen. Comme le montre ce tableau, toutes les banques ont renforcé leur bilan en procédant à des augmentations de capital éligibles au ratio core Tier 1, à quelques exceptions près. Les banques britanniques semblent de ce point de vue prendre la tête de la zone euro, même si elles ne sont pas aussi « solides » que leurs homologues scandinaves et suisses. Les banques scandinaves, suisses et britanniques semblent aussi être les plus aptes de la zone euro à renouer avec les bénéficiaires. La faiblesse à ce niveau semble venir des banques du sud de l'Europe, de l'Espagne et de la Grèce, ce qui n'a rien de surprenant.

S'agissant du reste de l'exercice 2010 et du début 2011, nous sommes convaincus que la dette des banques restera attrayante par rapport à celle des sociétés non financières.

Klaus Blaabjerg

Lead Portfolio Manager

Le 12 octobre 2010

Name	Capital		Assets (reporting ccy bn)		Wholesale Dependence		Net Income		Fwd Net Income	
	Core T1 Ratio	1Y Δ	Current	1Y Δ	Current	1Y Δ	1H10	1Y Δ	2H10e	1H10 Δ
Banco Popolare	7.3%	1.0%	136	12%	50%	2%	322	58%	122	-62%
Banco Popular Espanol	8.6%	1.2%	129	9%	44%	-2%	355	-20%	296	-16%
Banesto	8.0%	1.3%	126	8%	44%	-8%	382	-7%	234	-39%
Bank of Ireland	9.5%	-	194	0%	48%	-	140	-	-	-
BBVA	8.1%	1.0%	535	-1%	42%	-1%	2,527	-10%	2,309	-9%
BNP Paribas	9.0%	1.3%	2,058	-10%	60%	-3%	4,388	39%	3,678	-16%
Commerzbank	3.3%	-0.8%	844	-7%	52%	-1%	1,060	-	442	-58%
Credit Agricole	9.1%	0.5%	1,557	-3%	43%	-1%	849	111%	1,817	114%
Deutsche Bank	7.5%	-0.3%	1,501	-13%	71%	-3%	2,922	28%	1,726	-41%
ING GROEP	8.6%	1.3%	1,164	-2%	n/a	-	2,416	-	2,530	5%
Intesa	7.7%	0.8%	625	-2%	51%	2%	1,690	6%	1,813	7%
KBC Groep	4.3%	-	324	-6%	48%	18%	591	-	860	46%
La Caixa	8.6%	-0.2%	272	1%	38%	-	902	-	-	-
Monte dei Paschi	6.1%	0.0%	225	6%	53%	5%	261	-21%	445	70%
NBG	10.4%	-	113	3%	22%	1%	146	-79%	772	430%
Postbank	4.4%	-	227	-4%	31%	-2%	153	35%	240	57%
Santander	8.6%	1.1%	1,111	-3%	41%	-6%	4,445	-2%	4,350	-2%
Societe Generale	8.5%	1.2%	1,024	-3%	58%	-2%	2,147	-	1,284	-40%
Unicredit	8.4%	1.6%	929	-5%	45%	0%	668	-29%	1,770	165%
Eurozone Median	8.4%	1.0%		-2.1%	46%	-1%		-2%		-2%
Barclays	10.0%	2.9%	1,379	-11%	63%	-8%	2,431	29%	2,110	-13%
HSBC	9.9%	1.1%	2,364	-2%	35%	-1%	6,763	102%	6,571	-3%
Lloyds	9.0%	2.7%	1,027	-3%	49%	2%	596	-92%	1,510	153%
RBS	10.5%	3.5%	1,696	-7%	50%	-7%	133	-	-478	NM
Standard Chartered	8.9%	1.3%	437	6%	20%	-4%	2,148	11%	2,067	-4%
UK Median	9.9%	2.7%		-3.4%	49%	-4%		20%		-3%
Credit Suisse	11.4%	1.0%	1,031	-6%	42%	1%	3,648	2%	3,535	-3%
Danske Bank	9.1%	0.9%	3,098	-4%	61%	-1%	1,706	131%	3,255	91%
DNBNor	11.5%	-	1,823	0%	57%	2%	6,381	49%	6,966	9%
Handelsbanken	11.6%	-	2,123	-2%	60%	3%	5,426	2%	5,831	7%
Nordea	9.0%	-0.2%	508	7%	59%	1%	1,179	-5%	1,210	3%
SEB	12.1%	0.4%	2,308	-3%	45%	-3%	2,661	220%	2,914	10%
Swedbank	12.7%	2.9%	1,795	-5%	60%	-	381	-	3,785	NM
UBS	13.0%	2.9%	1,341	-16%	64%	-3%	4,207	-	3,755	-11%
Other Europe Median	11.6%	1.0%		-3.6%	60%	1%		26%		7%
All Banks Median	8.9%	1.1%		-2.9%	49%	-1%		6%		0%

Equipe Obligations « Value » de Sparinvest



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst



Anne Margrethe Tingleff
Analyst



Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

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/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV 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 garantant des 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. Sources (si mentionnées): Sparinvest, Standard & Poors, Morningstar, Bloomberg. 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. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.