



Obligations « Value »

Titres

- Macroéconomie
- Europe
- Etats-Unis – Pourquoi le chômage élevé n’a pas que du mauvais
- Marchés émergents
- Les perspectives de défauts
- Fusions et acquisitions

Nos fonds d’obligations value

Fonds	ISIN code
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 point trimestriel des fonds.

- sparinvest.eu

Tout d’abord, nous voudrions remercier tous les investisseurs d’avoir été à nos côtés au cours de ce bon exercice 2010 et leur souhaiter une excellente année 2011.

Macroéconomie

Ces derniers mois, les données économiques ont clairement indiqué que la reprise mondiale était intacte et que les craintes d’une récession en double creux (« double dip ») s’étaient estompées. Les pressions liées à la dette européenne persistent mais la croissance a bien résisté dans la zone euro dans son ensemble, surtout grâce à l’étonnante vigueur de l’Allemagne. Les craintes d’un ralentissement excessif de l’économie chinoise ont été remplacées par des inquiétudes quant à l’ampleur de la politique de durcissement que devront mettre en place les décideurs politiques pour freiner l’économie, celle-ci ayant affiché récemment des signes de regain d’énergie. Parallèlement, aux Etats-Unis, presque tous les indicateurs pointent vers un modeste redémarrage de la croissance depuis l’essoufflement observé en milieu d’année et les baisses d’impôt récemment proposées laissent envisager une poursuite du redressement de l’activité en 2011.

Alors même que les données économiques s’améliorent, la politique est devenue encore plus accommodante, surtout sur le plan monétaire. La Réserve Fédérale a lancé une nouvelle série de mesures d’assouplissement quantitatif qui devraient absorber toutes les nouvelles émissions, pourtant substantielles, de bons du Trésor américains jusqu’en juin 2011. La BCE a décidé d’ajourner la normalisation de sa politique, d’étendre ses facilités de liquidités et d’augmenter ses achats d’emprunts d’Etat. Et même si la Chine commence à resserrer sa politique monétaire, ce durcissement est modeste par rapport à la vigueur de l’économie, et elle continue de résister à l’appréciation de sa monnaie.

La combinaison d’une reprise économique durable et

de mesures incitatives politiques croissantes constituent un contexte favorable pour les obligations d'entreprises et les actions, à court terme tout du moins. Celles-ci bénéficient en outre de marges bénéficiaires élevées, de bilans sains et de coûts de financement négligeables.

Les pressions liées à la dette européenne devraient persister à court terme, mais nous sommes d'avis que la situation finira par être maîtrisée sur le vieux continent (voir ci-dessous).

Europe

La zone euro a clôturé 2010 et démarré 2011 sur une note très similaire à celle des 12 derniers mois : des données macroéconomiques positives et des marchés nerveux, toujours sceptiques quant à l'issue de la crise des pays périphériques. Parmi les dernières statistiques macroéconomiques, citons un nouveau raffermissement de l'indicateur manufacturier PMI et un certain affaiblissement de l'indicateur des services PMI (qui reste malgré tout à un niveau solide). Ces signes sont de bonne augure pour le début de l'exercice 2011 et, étant donné l'écart existant entre les nouvelles commandes et les stocks de produits finis, ces chiffres restent très favorables à la France, aux Pays-Bas et à l'Allemagne en particulier, mais aussi aux pays périphériques que sont l'Italie, l'Irlande et l'Espagne. Nous considérons cette situation comme un signe très encourageant. En effet, elle montre que les tensions sur les marchés financiers suscitées par la dette souveraine n'ont pas été suffisamment prononcées jusqu'ici pour saper l'atmosphère globalement optimiste du secteur industriel mondial. Seul le secteur manufacturier grec, relativement petit, semble ne pas profiter de l'embellie générale constatée ailleurs. De plus, les soldes élevés des comptes d'épargne et l'amélioration des prêts des banques sont de bon augure pour le premier trimestre.

La crise de la dette souveraine devrait certes se calmer mais il est extrêmement difficile de prédire quand, car, au final, tout est une question de confiance. Les fondamentaux macroéconomiques continuent de s'améliorer, notamment en Espagne. Les liquidités demeurent abondantes à l'échelle mondiale et l'engagement politique ne fait aucun doute. Pourtant, l'anxiété règne toujours dans le secteur financier.

L'année 2010 a été marquée par une bataille perpétuelle entre, d'un côté, un meilleur taux de croissance de l'économie réelle et des liquidités abondantes et, de l'autre côté, des marchés financiers en difficulté et parfois partiellement en grève ainsi que des mesures

politiques visant à empêcher une défaillance de crédit européen susceptible d'avoir des effets systémiques plus vastes. Cette bataille devrait se poursuivre en 2011 et les fondamentaux macroéconomiques devraient finir par remporter la bataille contre l'anxiété des marchés financiers, à condition que l'engagement politique soit maintenu (ce dont nous n'avons aucun doute).

Etats-Unis – Pourquoi le chômage élevé n'a pas que du mauvais

La combinaison d'une accélération de la croissance du PIB et d'un « écart de production » important pourrait entraîner des envolées rapides des bénéfices des entreprises en 2011 et 2012. La variation de la croissance nominale du PIB et l'écart de production décalé estimé par le Congressional Budget Office (CBO) suggèrent ainsi des taux de croissance élevés des bénéfices en 2011 et 2012.

Cette croissance bénéficiaire s'explique surtout par l'importance de l'écart de production, qui a généralement tendance à présager une hausse des bénéfices au sein du PIB. La tendance devrait finir par virer en faveur d'une part accrue du revenu du travail mais probablement pas avant que l'écart de production se soit fortement contracté et surtout que le chômage ait renoué avec des niveaux bien plus normaux.

L'économie américaine conserve un potentiel de croissance élevé. Du fait de l'intensité de la récession, les niveaux de la production et de l'emploi devraient rester inférieurs à leur potentiel pendant plusieurs années, même si les taux de croissance de la production et de l'emploi sont susceptibles d'être bien supérieurs au potentiel.

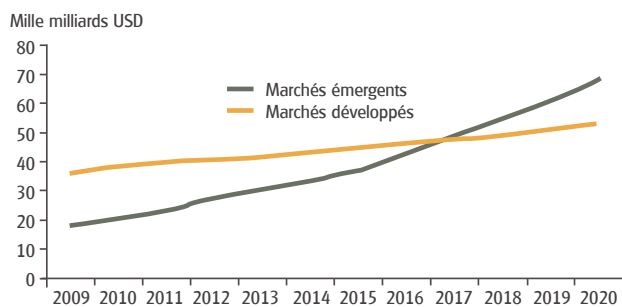
Pourquoi l'écart de production est-il un si bon indicateur de la croissance bénéficiaire future ? D'un point de vue empirique, une faiblesse prononcée de l'économie, et spécifiquement du marché de l'emploi, a tendance à réduire la part de la production allouée aux coûts de la main-d'œuvre, lesquels constituent environ 60% des coûts totaux des entreprises. La tendance devrait finir par pencher en faveur d'une part accrue du revenu du travail, ce qui pèsera à son tour sur la croissance des bénéfices.

Marchés émergents

Les pays industrialisés observent actuellement un revirement de l'équilibre des pouvoirs. Les marchés émergents continuent de surperformer les anciennes superpuissances économiques et politiques telles que le

Royaume-Uni, le Japon et les Etats-Unis. Par conséquent, la date à laquelle les marchés émergents devraient générer plus de la moitié du PIB mondial a été ramenée à 2017, contre une estimation précédente de 2020. Autrement dit, les marchés émergents sont de la plus haute importance pour les investisseurs aujourd'hui. En septembre 2010, nous avons lancé le fonds Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds, un fonds qui s'appuie sur le même process que le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds. Le fonds Sparinvest Emerging Markets Value Bonds a très bien démarré.

Distribution du PIB mondial :



Source : JP Morgan, les Marchés émergents deviennent une catégorie d'actifs traditionnelle

L'appréciation du solde commercial généré par les nations émergentes négociant entre elles explique, entre autres, la croissance positive ininterrompue des marchés émergents. Le pouvoir d'achat a augmenté au fur et à mesure de l'élargissement de la classe moyenne, ce qui signifie notamment qu'aujourd'hui, toutes les voitures construites en Argentine et au Mexique ne sont pas envoyées vers les Etats-Unis ou l'Europe et qu'un nombre accru de produits de haute technologie fabriqués en Inde ou en Chine est acheté par des consommateurs des marchés émergents dont le pouvoir d'achat continue de progresser.

Emerging Markets companies appear low leveraged

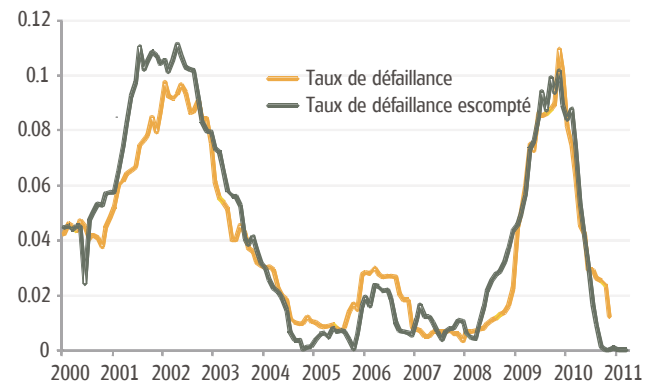
Les sociétés des marchés émergents sont peu endettées par rapport à leurs homologues américaines, à notes de crédit égales. Parallèlement, les investisseurs reçoivent des premiums supérieurs en achetant des obligations d'entreprises des marchés émergents.

Cette prime supérieure semble s'expliquer en partie par le fait que les agences de notation comme Moody's et S&P accordent davantage d'importance au risque pays qu'aux fondamentaux des entreprises. Lors d'un investissement sur les marchés émergents, le risque pays est

indéniablement supérieur en raison d'un risque politique plus élevé, d'un niveau de transparence moindre et de droits à la propriété moins sûrs. Cependant, les investisseurs peuvent diminuer le risque pays en diversifiant leur exposition aux pays et aux régions. Ceci leur permet alors de bénéficier d'une prime de crédit supplémentaire liée à l'investissement en obligations émises par des sociétés peu endettées des marchés émergents. Il convient de noter que, parallèlement, plusieurs pays émergents s'efforcent actuellement d'améliorer le fonctionnement de leurs marchés financiers et tentent également d'améliorer la transparence des états financiers de leurs sociétés.

Les perspectives de défauts

Les améliorations macroéconomiques et l'attention accrue des sociétés sur le contrôle des coûts et la réduction de la dette ont été les moteurs d'une chute massive du nombre de défaillances en 2010 (voir ci-dessous). Ainsi, en 2010, le taux global de défaillance est tombé de 8,13% à 0,79%. Ce faible niveau de défauts devrait persister dans un avenir proche, comme l'indique notre modèle de calcul du taux de défaillance.



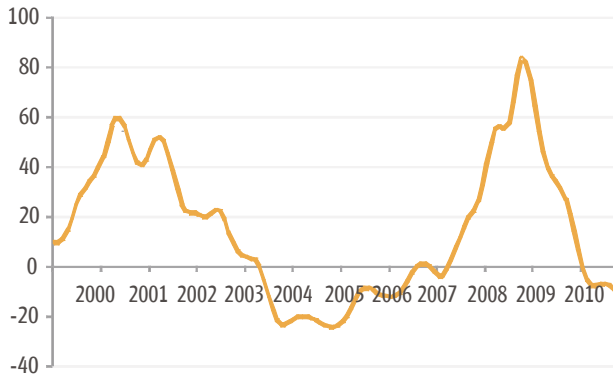
Source : JP Morgan et Sparinvest.

Notre modèle de calcul du taux de défaillance explique l'évolution du taux global de défaillance en faisant appel à trois variables explicatives : le sondage réalisé auprès des responsables du crédit (Senior Loan Officers), la production industrielle et l'écart de financement. Ces trois variables sont des données américaines et correspondent à des approximations fiables étant donné que 80% du marché sont basés aux Etats-Unis. Les trois variables révèlent actuellement une période favorable à venir pour les investisseurs en titres obligataires.

Le sondage réalisé auprès des responsables du crédit

s'appuie sur les conditions de prêt imposées par 50 banques américaines et 20 banques non américaines et montre que les banques continuent à prêter de l'argent.

Le sondage réalisé auprès des responsables du crédit



Source : le sondage trimestriel de la Réserve fédérale « Senior Loan Officers Opinion Survey on Bank Lending Practices ».

Le graphique montre que les banques sont aujourd'hui tout aussi disposées à prêter qu'elles l'étaient avant la crise. Ce résultat est tout à fait conforme à ce que révèle l'écart de financement de la Réserve fédérale, c'est-à-dire que les sociétés sont sur la voie de la normalisation.

Ecart de financement

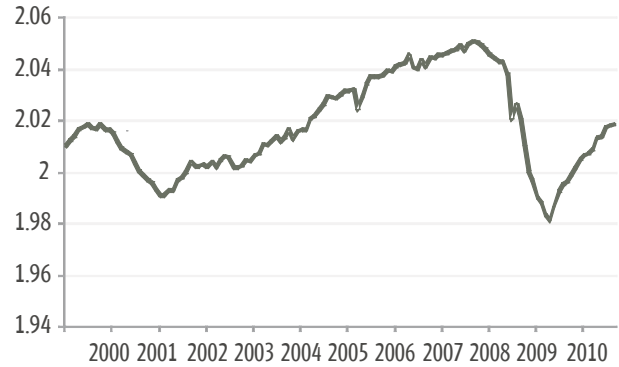


Source : compte de flux de fonds de la Réserve fédérale.

La seule variable explicable, qui a en l'occurrence

encore du chemin à faire si elle veut renouer avec son niveau d'avant la crise, est la production industrielle. Elle continue de progresser et ses perspectives à court terme semblent positives (voir le début de cette Lettre).

La production industrielle



Source : Réserve fédérale de Dallas

Les évolutions de ces trois variables explicatives donnent d'après nous une estimation optimiste du taux de défaillance en 2011 (environ 1%). Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds et le fonds Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds, dont les rendements s'inscrivent à 10% et 8% respectivement, sont donc toujours bon marché, quelle que soit leur performance passée. Les fusions et acquisitions sont un autre facteur favorable à nos fonds « value » en obligations d'entreprises.

Fusions et acquisitions

Dès le 10 janvier 2011, plus de 20 milliards d'USD de rachats étaient d'ores et déjà annoncés, ce qui pourrait laisser présager le retour de transactions à plusieurs milliards d'USD après une pénurie d'opérations importantes en 2010.

Duke Energy Corp. a l'intention d'acheter Progress Energy Inc. pour un montant de 13,7 milliards d'USD et DuPont Co. a accepté d'acquérir Danisco A/S pour un montant de 5,8 milliards d'USD. Moins de 20 opérations ont été évaluées à plus de 10 milliards d'USD l'année dernière,

contre près de 40 pendant le pic du boom des fusions et acquisitions en 2007.

Plusieurs des plus grandes transactions de 2010 n'ont pas abouti, y compris l'offre de 40 milliards d'USD de BHP Billiton Ltd sur Potash Corp. de Saskatchewan Inc. et l'échec de la tentative de Prudential Plc. d'acquérir les activités asiatiques d'American International Group Inc. pour un montant de 35,5 milliards d'USD. Cette année pourrait se révéler différente car les sociétés disposent de liquidités disponibles et sont davantage disposées à saisir les opportunités de rachat.

Elles seront soumises à des pressions accrues les incitant à dépenser les liquidités dont elles disposent. Les sociétés stratégiques dotées de notes élevées sont en mesure d'emprunter et il existe de nombreux titres bon marché.

Ce thème des fusions et acquisitions nous a porté chance à plusieurs occasions en 2010. Nous sommes persuadés qu'en tant qu'investisseurs « value », nous continuerons de profiter des fusions et acquisitions en 2011.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
12 janvier 2011

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 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. 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.