



## Investment Grade Value Bonds

### Titres

- Performance
- Pourquoi suivons-nous de près la crise budgétaire de la zone euro
- Un jeu à trois joueurs

### Informations

Stratégie	Obligations « Value »
Risque	Moyen
ISIN	LU0264925727
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	02/11/2006
Gérant	Klaus Blaabjerg
Indice de référence	Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index (EUR Hedged)
Catégorie Morningstar	Obligations EUR Emprunts Privés

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

### Performance

L'exercice 2010 a été un bon cru pour les investisseurs du fonds Sparinvest Investment Grade Value Bonds, même si ce dernier a affiché une performance légèrement négative au dernier trimestre (-0,42%). Ainsi, la performance s'est-elle inscrite à 17,56% en 2010, soit 10,22% et 13,19% au-dessus de celles de l'indice de référence et de la moyenne de la catégorie Morningstar respectivement. La performance élevée est due la forte pondération des valeurs financières au sein du portefeuille. Les obligations d'entreprises financières ont en effet bénéficié de l'amélioration macroéconomique et des changements réglementaires découlant de Bâle III. Cependant, le quatrième trimestre a vu le retour en force de la volatilité dans le secteur financier. Nous discuterons de ce sujet plus en détail ci-dessous.

Sparinvest Investment Grade Value Bonds par rapport à son indice en %	T4 2010	Année
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	-0,42	17,56
Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index	-1,50	7,34

Toutes les performances sont exprimées en EUR

### Pourquoi suivons-nous de près la crise budgétaire de la zone euro

Les valeurs financières présentent une corrélation avec le risque souverain et, comme les banques européennes font partie d'une zone à monnaie unique, la défaillance ou le départ d'un des membres de la zone euro les affecterait fortement.

La nouvelle réalité d'une zone à monnaie unique, dans laquelle le risque de défaillance varie d'un pays à l'autre, signifie que les banques doivent repenser leur stratégie.

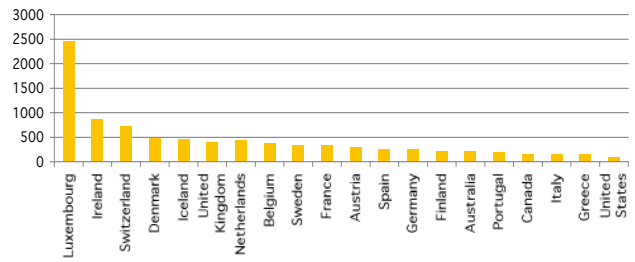
Pour l'heure, elles n'ont pas besoin de constituer des réserves de sécurité contre les emprunts d'Etat des pays de la zone euro, qu'il s'agisse de l'Allemagne ou de la Grèce. Etant donné que des actifs de tout pays peuvent servir de garanties à des emprunts contractés auprès de la Banque centrale européenne (BCE) et que tous les pays sont soi-disant irrévocablement liés à la même monnaie, la règle selon laquelle l'actif et le passif d'une banque dans un pays doivent globalement s'équilibrer est ignorée dans le système de la zone euro.

Les banques peuvent recevoir des dépôts de la part de banques allemandes et les prêter à des consommateurs et sociétés situés dans des pays périphériques de l'Europe. En recourant à cette pratique, les banques européennes n'ont pas eu à tenir compte du risque de pays qui est normalement associé à une exposition au risque de crédit.

Quoi qu'il en soit, l'impact d'un effondrement sur les banques dépendrait de la qualité des garanties, de la solidité des contreparties auprès desquelles des couvertures auraient été obtenues et de la nature locale ou non des fonds utilisés pour financer les prêts. Les banques ayant octroyé des prêts transfrontaliers, financés par des fonds levés dans leur propre pays, seraient alors les plus vulnérables. Nombre de banques allemandes semblent être dans cette situation, tout comme certaines banques d'investissement et banques universelles telles que Barclays : elles ont accordé des prêts de détail dans des pays périphériques de l'Europe qui dépassent leurs dépôts dans ces mêmes pays. Nous n'avons investi dans aucune banque allemande, mais nous sommes exposés à Royal Bank of Scotland (RBS). RBS possédait 62 milliards de GBP (100 milliards d'USD) d'actifs dans sa filiale d'Irlande et d'Irlande du Nord fin 2009, soit environ 80% de son capital de Tier 1. Mais son exposition minimum (ses fonds propres investis majorés de ses prêts nets à sa succursale) était de 17 milliards de GBP. En cas de dévaluation, il pourrait être facile pour RBS d'accuser une « défaillance » partielle de ses dettes locales en convertissant la dette locale dans la nouvelle monnaie. Autrement dit, RBS pourrait rembourser les déposants et créanciers de sa succursale irlandaise en livre irlandaise dévaluée.

Si certaines banques européennes sont particulièrement vulnérables en raison de ce risque transfrontalier, la taille du système bancaire européen est relativement importante par rapport à celle de son homologue américain (voir graphique 1), ce qui renforce le risque de contagion.

## Actifs bancaires en pourcentage du PIB



Source : FMI

## Un jeu à trois joueurs

En général, un jeu à trois joueurs n'est pas facile. Un jeu à trois joueurs, où chacun des joueurs poursuit un objectif différent, est encore plus difficile. Dans le « jeu » de la dette souveraine de la zone euro, il y a trois joueurs : le FMI, les milieux politiques et les marchés financiers.

Le dernier rebondissement de la crise de l'euro, déclenché par une politique allemande inflexible, a rendu les marchés financiers nerveux. Mais les Allemands eux-mêmes ont de nombreuses raisons d'être contrariés par l'évolution de la monnaie unique. Leur pays vient de traverser une décennie douloureuse marquée par une limitation de la hausse des salaires et une réduction des dépenses publiques. Nombre d'électeurs sont outrés que leurs impôts puissent être utilisés pour financer la retraite anticipée des Grecs ou les impôts sur les entreprises extrêmement bas en Irlande. La crise immédiate en Irlande a été déclenchée en octobre par une remarque d'Angela Merkel suggérant que, en cas de future crise de l'euro, les porteurs privés d'obligations devraient supporter une part plus importante des pertes et qu'il serait nécessaire de modifier les traités européens. Par la suite l'Allemagne a exercé des pressions politiques et financières sur les « nations renflouées ». L'Allemagne ne doit pas oublier que son système bancaire est très exposé aux pays périphériques. Simultanément, l'UE et le FMI déploient de vastes efforts pour parvenir à un consensus sur la forme des plans de sauvetage.

Comme il ressort du tableau 2, il existe d'immenses besoins financiers dans le monde entier. Un énorme refinancement de la dette existante aura lieu en 2011 non seulement dans les pays périphériques de l'Europe, mais aussi à l'échelle mondiale. Une source durable de financement officiel sera nécessaire dans un contexte de fragilité des banques dans les pays périphériques

et d'absence de crédibilité de la région sur les marchés internationaux.

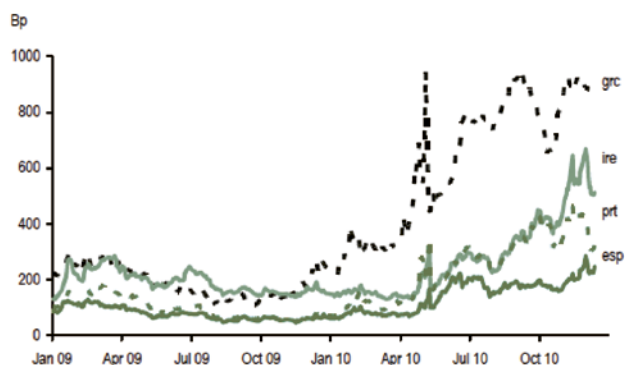
### Besoins de financement brut des économies développées en pourcentage du PIB

	2010			2011		
	Maturing Debt	Budget Deficit	Total Financing Need	Maturing Debt	Budget Deficit	Total Financing Need
Japan	43.4	9.6	53.0	48.9	8.9	57.8
United States	15.4	11.1	26.5	18.1	9.7	27.8
Italy	20.3	5.1	25.4	18.2	4.3	22.5
Ireland <sup>2</sup>	6.5	31.9	38.4	6.1	11.8	17.9
Belgium	17.8	4.8	22.6	18.4	5.1	23.4
France	14.3	8.0	22.3	16.0	6.0	22.0
Spain	10.8	9.3	20.1	11.0	6.9	17.9
Portugal	11.6	7.3	18.9	15.5	5.2	20.7
Greece	10.3	7.9	18.2	16.5	7.3	23.8
Canada	13.1	4.9	18.0	13.3	2.9	16.2
United Kingdom	5.3	10.2	15.5	7.5	8.1	15.6
Germany	8.5	4.5	13.0	9.1	3.7	12.8
Finland	9.1	3.4	12.5	9.3	1.8	11.1
Sweden	4.1	2.2	6.3	4.5	1.4	5.9
Australia	1.5	4.6	6.1	2.0	2.5	4.5
Weighted Average	17.0	9.1	26.1	19.3	7.6	26.9

Source : Fiscal Monitor du FMI, nov. 2010

Bien que le sommet récent de l'UE se soit soldé par un accord sur la modification du Traité de Lisbonne afin de créer un mécanisme permanent de résolution des crises, les dirigeants européens n'ont pas suffisamment clarifié l'avenir d'un tel « hôpital des liquidités de l'UE ». Cette absence de précision entraînera de nouvelles pressions sur les marchés début 2011. La viabilité de la dette en Europe est un objectif raisonnable qui nécessite toutefois une consolidation budgétaire considérable de la part des pays périphériques de l'Europe. Mais elle ne pourra être assurée tant que les titres souverains n'auront pas bénéficié d'une longue période de soutien des liquidités de la part des marchés financiers, à des coûts d'emprunt subventionnés.

### Spread entre la dette souveraine à 10 ans et les emprunts allemands



Source : JP Morgan, Global Data Watch, décembre 2010

Le niveau élevé des déficits et refinancements de la dette des pays périphériques est extrêmement sensible

aux taux d'intérêts. Or les coûts de l'emprunt sont actuellement trop élevés pour leur permettre d'honorer leurs obligations. Le graphique 2 montre que les pays empruntent à des spreads considérablement plus élevés que les spreads allemands. L'UE offre un soutien des liquidités à un taux supérieur d'environ 350 pb à celui auquel l'Allemagne peut emprunter. Si ce spread était réduit de 100 pb, la dynamique de la dette dans les pays périphériques s'améliorerait très nettement et les craintes quant à la solvabilité s'atténueraient à mesure de l'amélioration des conditions budgétaires au cours de la prochaine décennie.

*Pour obtenir de plus amples informations, veuillez vous rendre à l'adresse Sparinvest.eu.*

**Klaus Blaabjerg**  
Lead Portfolio Manager  
12 janvier 2011

Il est recommandé de lire ce point trimestriel conjointement avec la dernière lettre dans laquelle notre équipe Obligations « value » donne son point de vue sur l'investissement « value » et les évolutions des marchés.

Sparinvest High Yield Value Bonds type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0258535045
EUR R	LU0232765429
EUR UKI	LU0258535631



Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosisf 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.

## Description

### Philosophie d'investissement: Obligations "Value"

Le fonds investit internationalement dans des obligations d'entreprises cotées. L'analyse est basée sur l'approche "value", assurant une excellente qualité de crédit et ainsi une meilleure préservation du capital. La sélection est aussi axée sur la recherche du défaut de crédit, plutôt que sur le potentiel d'appréciation. Le compartiment investit dans des obligations de type "investment grade" qui sont notées de AA à BBB-. Le risque de change est partiellement couvert en Eur.

## Indicateur de risque - 31/12/2010

Indice de référence

▼

Faible Moyen Élevé

▲

Fonds

## Informations

Code ISIN	LU0264925727
Bloomberg	SINGVBR.LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	02/11/2006
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	02/11/2006
Actif net (millions) - 31/12/2010	12,93 EUR
Gestion financière	Sparinvest S.A.
Gérant	Klaus Blaabjerg
Gère le fonds depuis	02/11/2006
Indice de référence <sup>1</sup>	Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index (EUR Hedged)
Morningstar catégorie™ <sup>2</sup>	Obligations EUR Emprunts Privés
VL - 31/12/2010	105,67 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	2,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	0,80 %
TER - 31/12/2009	1,04 %

## Performance - Mensuelle, déc.-2010

Perf.	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Différence
Ex. en cours	17,56%	7,34%	10,21%
1 mois	0,98%	-0,53%	1,51%
3 mois	-0,42%	-1,50%	1,08%
1 an	17,56%	7,34%	10,21%
3 ans ann.	3,51%	5,83%	-2,32%
5 ans ann.	-	4,17%	-

## Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2010

Risque	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilité	23,43%	6,56%	6,72%
Sharpe	0,17	-	0,36
Ratio info	0,01	-	-

## Notation Morningstar

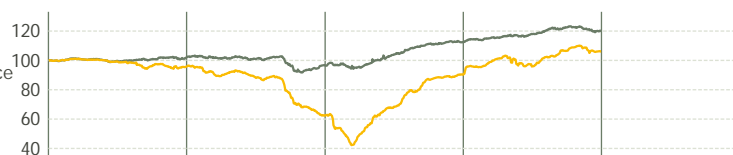
★

## Performance - 31/12/2010

Indice = 100

■ Fonds

■ Indice de référence

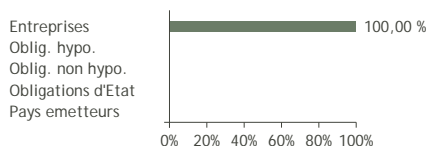


Performance	2007	2008	2009	2010	-
Fonds	-4,06%	-34,79%	44,66%	17,56%	-
Indice de référence	1,95%	-4,99%	16,22%	7,34%	-
Morningstar catégorie™	-1,39%	-7,68%	16,59%	4,37%	-

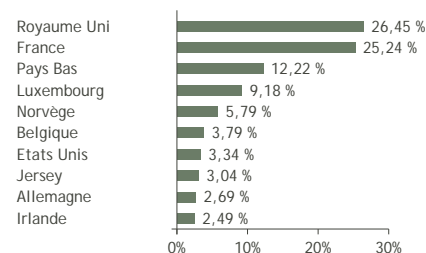
## Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
39	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%

## Type d'obligation



## Dix premiers pays



## Portefeuille (Top 10) - 31/12/2010

Nom de la valeur	Type d'obligation	Type	Pays	Poids
Stalif 5.314% 04-Perp.	Entreprises	Obligations	Royaume Uni	6,84%
Bnpp 7.195% 07-Perp	Entreprises	Obligations	France	5,63%
Aviva 5.9021%(Tv) 04-Perp.	Entreprises	Obligations	Royaume Uni	5,45%
Glencore Fin 7.5% 10-06.10.49	Entreprises	Obligations	Luxembourg	5,32%
Eureko Bv 6% 06-.Perp.	Entreprises	Obligations	Pays Bas	4,69%
Axa 5.777% 06-Perp	Entreprises	Obligations	France	4,16%
Elm Bv 5.252%(Frn) 06-Perp.	Entreprises	Obligations	Pays Bas	4,15%
Storebrd Liv.9.404%(Tv)08-Perp	Entreprises	Obligations	Norvège	4,14%
Fuerst Cap Frn 09-Perp	Entreprises	Obligations	Luxembourg	3,85%
Ccbp 9.25% 09-Perp	Entreprises	Obligations	France	3,85%

## Qualité de Crédit

AAA	AA	A	BBB	BB	B et moins	Pas noté	Sensibilité
0,0%	0,0%	4,0%	77,6%	8,7%	9,8%	0,0%	5,1

## Notes:

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois.

## Commentaire sur l'indice de référence

-